

DES PRINCIPALES OPÉRATIONS DU TRÉSOR FRANÇAIS

depuis le début de la guerre de 1914
jusqu'à l'intervention des États-Unis

Thèse pour le Doctorat

(Sciences Politiques et Économiques)

présentée et soutenue le 31 Mai 1923, à 14 heures

Par Albert GOUTE

JURY { *Président* : M. GERMAIN-MARTIN.
Suffragant : M. TRUCHY.
Suffragant : M. HITIER.

PARIS
ÉDITIONS DE LA " VIE UNIVERSITAIRE "

13, Quai de Conti, 13

1923

DES PRINCIPALES OPÉRATIONS DU TRÉSOR FRANÇAIS

DES PRINCIPALES OPÉRATIONS

DU

TRÉSOR FRANÇAIS

depuis le début de la guerre de 1914
jusqu'à l'intervention des États-Unis

Thèse pour le Doctorat

(Sciences Politiques et Économiques)

présentée et soutenue le 31 Mai 1923, à 14 heures

Par Albert GOUTE

JURY { *Président* : M. GERMAIN-MARTIN.
Suffragant : M. TRUCHY.
Suffragant : M. HITIER.

PARIS
ÉDITIONS DE LA " VIE UNIVERSITAIRE "
13, Quai de Conti, 13
—
1923

La Faculté n'entend donner aucune approbation ni improbation aux opinions émises dans les thèses ; ces opinions doivent être considérées comme propres à leurs auteurs.



Des Principales Opérations du Trésor Français

Depuis le début de la guerre de 1914 jusqu'à l'intervention des États-Unis

PLAN DE CETTE ÉTUDE

Il est tout d'abord nécessaire d'exposer brièvement les raisons qui nous ont déterminé à prendre comme sujet d'étude : « *Des principales opérations du Trésor français pendant la guerre 1914-1918* » et à limiter notre exposé à la période s'étendant depuis le début de la guerre jusqu'à l'entrée des Américains dans la lutte, c'est-à-dire jusqu'au 2 avril 1917.

La guerre a bouleversé le domaine financier comme elle a transformé le domaine économique.

Il a fallu faire des efforts formidables pour trouver les sommes destinées à faire face aux dépenses démesurées de la guerre. Il a fallu à la fois, développer les moyens que l'on connaissait déjà, de se procurer des fonds et en trouver de nouveaux. En particulier, il a été nécessaire de trouver des combinaisons neuves et ingénieuses pour régler les achats immenses que nous faisons à l'étranger et surtout aux États-Unis. L'étude des difficultés formidables et nouvelles que l'État français et les financiers ont eu à surmonter offre le

plus grand intérêt au double point de vue de l'histoire et de la science financière.

La guerre, au point de vue financier, présente deux phases distinctes :

1° Du 1^{er} août 1914 au 2 avril 1917, date de l'entrée en guerre des Etats-Unis;

2° Du 2 avril 1917 jusqu'à la fin des hostilités.

La première, au cours de laquelle les Américains ne sont pas encore nos Alliés, est la plus intéressante à étudier.

Dans cette première phase, en effet, les difficultés de tous ordres se présentent.

Les Alliés éprouvent de terribles revers dans les premières semaines de la guerre, c'est Charleroi et c'est Morhange. Le rétablissement de la situation militaire qu'amène notre victoire de la Marne est peu connu au dehors et même chez nous. L'écrasement des armées russes au Tannenberg est exploité par nos adversaires avec habileté, au dehors, de façon à augmenter singulièrement nos difficultés pour nos achats chez les neutres, y compris les Etats-Unis.

Il faut d'ailleurs trouver de l'argent à l'intérieur au moment où le Gouvernement français abandonne Paris et où, malgré le succès de la Marne, l'ennemi se stabilise à 90 kilomètres de la capitale, alors que dans l'hiver de 1914-1915 il essaye sur l'Yser de défoncer nos lignes et de couper les Alliés de Calais. C'est dans l'automne de 1914 la prise d'Anvers par les armées allemandes, — c'est, en 1915, l'échec des Dardanelles et en Galicie, — ce sont les tentatives des Alliés pour percer le front ennemi en Artois et en Champagne. En 1916, c'est Verdun.

On peut se rendre compte des difficultés que le Trésor fran-

çais, dans ces conditions, rencontrait pour trouver des prêteurs à l'intérieur et du crédit à l'extérieur. Les neutres pouvaient avoir des doutes sur l'issue de la lutte et croire au succès des puissances de l'Europe centrale. Certes, le Trésor avait l'appui de l'Angleterre et, sans cet appui, il n'eût peut-être pas pu financièrement lutter à armes égales contre l'ennemi, pendant ces deux premières années de guerre; mais, même avec cet appui, la situation était singulièrement difficile à la fin de 1916 et au commencement de 1917 et c'est avec raison que M. Ribot pouvait dire au Sénat, au mois de décembre 1922, la dernière fois qu'il y prit la parole, qu'à l'heure de l'intervention américaine les Alliés en étaient réduits « à compter non plus par semaine, mais presque par jour » tels les soldats d'une ville assiégée qui manquent de vivres et vont succomber s'il ne leur arrive pas une armée de secours.

Des crédits nombreux nous avaient été ouverts par les Américains, désireux de placer leurs marchandises avec un gros profit, et de faire de beaux bénéfices de banque en nous faisant des avances pour payer ces marchandises, mais, de plus en plus, les prêteurs étaient exigeants et l'on arrivait au moment où l'étendue des crédits ouverts effrayait les industriels et les banquiers de là-bas et où l'on cesserait de renouveler les crédits en nous demandant les remboursements.

Cette situation était aussi critique pour la Grande-Bretagne au commencement de 1917, lorsque l'intervention officielle du Gouvernement des Etats-Unis se produisit et amena un prodigieux coup de théâtre. Dès que nous fûmes devenus alliés, tout changea de face : la veille, c'était un créancier un peu rude qui menaçait; le lendemain, c'était un associé

et un frère d'armes qui partageait. La veille, on était sous le coup de dénonciations de crédit qui eussent amené des catastrophes et qui risquaient de nous mener à la défaite, faute de charbon, de pétrole, de produits chimiques, d'acier, le lendemain, c'étaient des facilités presque illimitées pour acheter tout ce qu'il fallait pour vaincre. Et l'on fut vainqueur ensemble, après avoir fait, pour ainsi dire, bourse commune pendant les dix-huit derniers mois de la guerre.

On se rend compte de l'intérêt tout particulier que présente l'étude de la phase difficile de la vie du Trésor français pendant la grande guerre. Nous avons voulu, dans cette modeste étude, contribuer à l'histoire des finances françaises en analysant seulement quelques-unes des opérations principales du Trésor français pendant la guerre. C'est ce que nous faisons ci-après :

Cette étude comprendra trois parties :

La première partie traite des principales opérations du Trésor à l'intérieur.

La deuxième partie, des principales opérations du Trésor à l'extérieur.

Dans une troisième partie, nous traiterons la question des emprunts de guerre. En réalité, nous aurions pu étudier ce sujet dans la première partie, car le rôle et la participation de l'étranger dans les grands emprunts de souscription furent très limités. Mais c'eût été alourdir cette première partie et, étant donné l'importance de la question, nous lui avons réservé une étude spéciale.

Nous faisons précéder ces trois parties d'une introduction de quelques lignes, pour fixer le rôle du Trésor public, et nous terminerons par un résumé destiné à mesurer l'importance de l'aide américaine.

INTRODUCTION

LE ROLE DU TRESOR EN TEMPS DE PAIX ET EN TEMPS DE GUERRE

I

Avant d'étudier la fonction du Trésor, il est d'abord nécessaire de savoir ce que l'on entend, avec précision, par ce mot.

Dans le domaine des finances, le mot « Trésor » a des significations diverses : tantôt on désigne par là des fonds destinés à l'acquittement des dépenses publiques, tantôt la Caisse où ces fonds sont déposés, tantôt l'administration chargée de les centraliser pour en régler l'emploi. Nous nous arrêterons plutôt à cette dernière conception et nous dirons que le Trésor est la personnalité juridique et morale qui, ayant son existence propre, ses droits et ses obligations, dotée d'une organisation distincte des services de l'Etat lui sert de banquier pour la direction de ses affaires et l'exécution des opérations financières.

L'idée essentielle qui se dégage de cette définition, c'est

que le Trésor est le banquier ou le caissier de l'Etat. On l'a même comparé successivement à un porte-monnaie ou à un réservoir. En réalité les fonctions du Trésor sont plus actives que ne l'indiqueraient ces dernières comparaisons. Il ne se contente pas de faire face aux besoins de l'Etat avec des fonds qu'il possède et qui constitueraient une provision. Il doit pourvoir aux besoins de l'Etat, même quand il n'a pas de quoi y faire face, il doit à la fois pourvoir à ses besoins et les prévoir.

Lorsque les recettes normales de l'Etat sont insuffisantes, le Trésor comble l'insuffisance en avançant des fonds aux budgets, c'est là que son rôle de banquier apparaît nettement.

D'autre part les dépenses d'une année budgétaire s'effectuent avant que les recettes d'impôt soient rentrées. C'est le Trésor qui intervient pour faire face aux besoins courants, — il se charge d'alimenter les services de l'Etat en faisant des avances soit au moyen des fonds dont il a la gestion comme banquier de l'Etat, soit en demandant au public de lui faire des avances sous forme de bons du Trésor. Le Trésor avance ainsi à l'Etat des fonds qui ne lui appartiennent pas et qu'on lui a confiés. Il agit dans ce cas purement et simplement comme un banquier.

Les ressources du Trésor en temps de paix se composent :

1° Des avances des Trésoriers Généraux qui étaient très importantes autrefois avant, d'une part, que le réseau des succursales des Sociétés de crédit dans les départements, n'ait attiré à celles-ci la plus grande partie des dépôts, — et, d'autre part, avant que certaines lois aient restreint les bénéfices des Trésoriers Généraux, en leur fixant des limites maxima;

2° Des versements faits en comptes courants par la Caisse des Dépôts et Consignations, sommes déposées par le public — et qui s'élevaient à plusieurs centaines de millions avant 1914;

3° Des sommes appartenant aux départements, communes, établissements publics, élément aussi important que le précédent;

4° Des cautionnements versés en numéraire par les comptables et les officiers ministériels qui procurent une somme variant de 200 à 300 millions;

5° Des impôts perçus par l'Etat pour le compte des départements et des communes;

6° Des excédents budgétaires qui sont très rares;

7° Des bons du Trésor. Nous mentionnons cet élément en dernier, car c'est un élément complémentaire. Il est destiné à combler l'insuffisance des ressources précédentes. Si le banquier-Trésor doit faire face à des prêts pour lesquels les sommes qu'il se procure par les moyens indiqués précédemment sont insuffisantes, il va s'adresser à une nouvelle clientèle, c'est-à-dire au public et aux banquiers, en émettant des bons du Trésor. L'avantage de ce moyen réside dans ce fait qu'il est bien plus élastique que les précédents. Le Trésor ne demandera que juste ce qui lui est nécessaire pour compléter ce qu'il lui faut. Le Trésor élève le taux de ses bons quand il a besoin de fonds, il l'abaisse quand il est pourvu.

En temps de paix, la Banque de France intervient pour avancer certaines sommes dans des conditions particulières fixées généralement lors des renouvellements du privilège de la Banque de France. Pendant la guerre, les avances de la

Banque de France ont joué, dans le fonctionnement du Trésor public, un rôle que tout le monde connaît.

Le Trésor, par contre, a, en face de lui, comme emprunteurs les budgets, puisque c'est lui qui doit combler les déficits des exercices clos et qui doit fournir aux services publics les ressources nécessaires à leur existence, avant que les impôts ne soient rentrés. Chaque exercice budgétaire, sauf le cas bien rare d'un exercice en excédent, était ainsi débiteur du Trésor avant la guerre.

Il y a ensuite les comptes spéciaux (1).

En principe, ils doivent finalement, s'équilibrer en recettes et en dépenses, mais, en attendant le règlement, ces comptes exigent des avances du Trésor, et, bien que la politique financière la plus sage ait toujours eu pour objectif de faire disparaître ces comptes spéciaux, il en a toujours subsisté.

Il faut ajouter que quand la dette flottante en temps de paix dépasse certaines limites, il incombe au Trésor de transformer cette dette en une dette à long terme consolidée, amortissable ou perpétuelle. Ce sont les grands emprunts qu'émet le Trésor — en temps de paix — périodiquement, pour assainir sa situation et réduire au minimum ses dettes à vue ou à courte échéance, en les remplaçant ainsi par des engagements perpétuels ou à longue échéance.

Telles sont les principales attributions du Trésor en temps de paix.

(1) Comptes spéciaux pour les garanties d'intérêt avant les conventions de 1921. Taxes sur le raffinage des sucres, sur la fabrication des alcools d'industrie, etc., etc....

II

Le Trésor étant en tout temps le banquier et le caissier de l'Etat, — il est évident qu'en temps de guerre son rôle se transforme et s'accroît comme celui de l'Etat lui-même.

Les fonctions de l'Etat pendant la guerre de 1914-1918 ayant été presque illimitées, celles du Trésor, naturellement, ont été, elles aussi, presque illimitées.

Pour les services *civils*, l'Etat a eu à pourvoir au ravitaillement de la population, que ce fût pour son compte ou pour le compte des municipalités, — à l'approvisionnement en charbon pour la force motrice, l'éclairage et le chauffage, — à fournir la matière première nécessaire à l'habillement des populations. L'Etat a eu à assurer l'exploitation des chemins de fer à la fois pour la guerre et pour les services civils. L'Etat a eu à fournir les allocations à verser aux familles des combattants.

Il va de soi que le Trésor a dû, pendant la guerre, assurer matériellement la couverture de toutes ces charges ou de toutes ces interventions de l'Etat.

De même le Trésor public a eu à payer les dépenses militaires proprement dites de la guerre :

Solde de l'armée;

Ravitaillement de celle-ci en dehors des approvisionnements constitués avant l'ouverture des hostilités;

Equiperment nouveau, armement nouveau;

Munitions.

La grande question de la fabrication de l'outillage de guerre et des munitions a entraîné des interventions finan-

cières de l'Etat immenses et complexes, et, par conséquent, du Trésor public, soit pour créer des usines de guerre de l'Etat, poudreries nouvelles, etc., soit pour donner de l'extension aux anciennes.

Elle a amené à faire des avances à des usines privées existantes, qui ont été des commandites indirectes.

Il a fallu que le Trésor paye à l'intérieur et à l'étranger les matières premières nécessaires à la guerre : charbon, fer, produits chimiques, alcool, éther, phénol, essence pour les automobiles.

Il a dû payer aussi au dehors les céréales nécessaires à l'armée et à la population civile, — les matières premières de paix et de guerre, laine, cuirs, coton, plus les bestiaux et les conserves nécessaires à l'alimentation, de même que les chevaux, les mulets et les voitures automobiles.

Il faut ajouter que le Trésor a dû payer les frêts revenant surtout à l'Angleterre et aux neutres, pour le transport de tout ce qui était acheté outre-mer par l'Etat français.

Enfin, le Trésor, en outre, a été, de 1914 à 1918, le banquier de certains de nos alliés. En temps de paix, déjà, nous étions commanditaires de la Russie, indirectement, parce que, chaque année, la Russie faisait un emprunt en France. Elle empruntait pour s'outiller, et les capitalistes français apportaient leur argent pour toucher un intérêt supérieur à celui qu'ils auraient obtenu en rente française. Dans les dernières années qui précédèrent la guerre, certains appels au crédit avaient indiqué qu'il s'agissait d'un plan de chemins de fer à construire, qui aurait augmenté la puissance défensive militaire de l'Empire russe.

La guerre éclatant, il est évident que cette aide financière

que nous accordions en temps de paix à la Russie, devenait pour nous une obligation encore plus étroite, au moment où nous luttons, de concert avec elle, contre les Empires du Centre.

Le Trésor français fut amené ainsi à prêter à la Russie, sous des formes qui seront examinées plus loin, des sommes considérables, et il fut amené également à faire pour la Serbie ce qu'il avait fait pour l'Empire russe.

En réalité, ce sont là des attributions immenses et compliquées du Trésor en temps de guerre. Il a eu à intervenir dans tous les domaines économiques et financiers à la fois, pour procurer au pays des ressources à l'intérieur et pour payer au dehors ce qu'on y achetait.

Pour remplir ces attributions presque universelles et faire face à ces besoins immenses, les moyens limités ordinaires du temps de paix ne pouvaient suffire au Trésor.

Il dut se servir des moyens anciens en les adaptant à la situation nouvelle :

Le Trésor fit appel à la Banque de France sous forme d'avances qu'elle accorda à l'Etat, — avances ayant leur contre-partie dans une élévation parallèle de la circulation des billets avec le cours forcé de ceux-ci.

Le Trésor dut créer des bons du Trésor de l'Etat Français, pour faire des avances à des gouvernements alliés et la Banque de France escompta ces bons à ces derniers. Le Trésor remit ces bons aux Gouvernements bénéficiaires.

Le Trésor français conserva les bons du Trésor du temps de paix dans leur forme antérieure, mais créa à côté d'eux un type particulier de ces bons appelés « Bons de la Défense Nationale » avec forme spéciale et prérogatives particulières.

Il créa, en outre, des obligations à court terme (quelques années) qu'il plaça dans le public.

Enfin, quand le moment fut jugé opportun et, à deux reprises, pour la période que nous étudions, il émit de grands emprunts en rente perpétuelle à la fois pour consolider sa dette flottante dans la plus large mesure possible et pour se procurer des ressources nouvelles.

Ce sont là les opérations du Trésor à l'intérieur.

Pour faire face à ses besoins à l'extérieur, il plaça des bons du Trésor français à l'étranger, bons libellés en monnaie étrangère.

Il se fit ouvrir des crédits par des banques étrangères. Il acheta en France des titres étrangers pour les revendre à l'extérieur et se créer ainsi un avoir en monnaies extérieures. Il emprunta en France des titres étrangers pour obtenir des crédits en monnaies étrangères en déposant en garantie les titres ainsi empruntés.

Enfin le Trésor français traita des opérations directement avec le Trésor britannique, soit pour obtenir l'ouverture de crédits de la Banque d'Angleterre, d'une durée limitée, soit pour emprunter directement au Gouvernement britannique des sommes destinées à la lutte contre l'ennemi commun.

Nous allons examiner plus loin les différentes formes de ces opérations.

PREMIÈRE PARTIE

DES PRINCIPALES OPÉRATIONS DU TRÉSOR

A L'INTÉRIEUR

Cette première partie comprendra six chapitres :

Chapitre I. — Difficultés financières à la veille de la guerre.

Chapitre II. — Conséquences de la guerre en ce qui concerne l'augmentation des dépenses de l'Etat.

Chapitre III. — L'immobilisation des capitaux au début de la guerre.

Chapitre IV. — Les premières ressources de l'Etat français :
Ressources fiscales;
Avances de la Banque;
Bons;
Obligations.

Chapitre V. — L'influence des événements de guerre sur la conduite financière.

Chapitre VI. — Le trésor et les relations avec la place de Paris (difficultés concernant le 3 1/2 0/0 amortissable).

Nous n'étudierons pas, dans cette partie, comme nous l'avons déjà, d'ailleurs, indiqué, les emprunts à long terme, puisque nous leur réservons entièrement la troisième partie.

CHAPITRE PREMIER

DIFFICULTÉS FINANCIÈRES A LA VEILLE DE LA GUERRE

1° Au 1^{er} août 1914 la situation financière de l'Etat français était défavorable et celle de sa trésorerie également;

2° Il venait d'y avoir sur la place de Paris une crise de crédit quelques semaines auparavant, dont la place commençait seulement à se remettre;

3° Sauf différents accords généraux pris avec la Banque de France, le Gouvernement français a abordé la guerre sans aucune préparation financière. Il a fallu tout improviser.

Nous allons développer ces divers points.

SECTION I

Situation financière de l'Etat français et de sa trésorerie à la veille de la guerre.

Avant d'étudier les finances de la guerre et les opérations du Trésor pendant cette période, il faut examiner dans quelle situation nous nous trouvions au 1^{er} août 1914.

Il est certain qu'un Etat qui entre dans la guerre mondiale volontairement, comme c'est le cas de l'Allemagne, au lieu

d'y être entraîné de force, et de la subir, comme c'est le nôtre, est mieux préparé que l'autre. Nous étions depuis des années dans une mauvaise situation budgétaire. Cela avait été surabondamment exposé dans les grandes discussions de la Chambre de 1913 et de 1914. Nos budgets allaient sans cesse en croissant et chaque année se soldaient par des déficits.

En 1869, notre budget ne dépassait guère 2 milliards; en 1906, 1907, 1908, le maximum est de 4.117 millions et celui de 1913 atteint 4.933 millions. Le chiffre du budget de 1914 est plus fort que celui de 1913. Certes, il ne s'agit pas d'un phénomène particulier à la France. Tous les Etats sont dans la même situation.

La Grande-Bretagne a :

En 1883-84	2.200.000.000 de fr.
En 1898-1899	2.850.000.000 —
En 1901-1902	5.000.000.000 —
	(à cause de la guerre du Transvaal)
En 1906-1907	3.600.000.000 —

Ces augmentations générales étaient dues à l'élévation générale des prix, à l'extension des attributions de l'Etat, à l'augmentation des armements.

Chez nous, l'accroissement avait été rapide, surtout de 1903 à 1913 : les dépenses passaient de 3.556.000.000 en 1903 à 4.933.000.000 en 1913.

L'accroissement au cours des 11 exercices représente les 5/6 de l'augmentation des 35 dernières années précédant 1914.

Dans la même période, les crédits supplémentaires ont atteint le chiffre de 1.114.000.000. Cela indique que le budget

était mal étudié, car de pareils chiffres de crédit extraordinaire montrent qu'il ne s'agit pas de rectifier accidentellement des évaluations trop faibles, mais bien qu'il s'agit d'un système défectueux de se procurer des ressources extra-budgétaires.

On avait essayé de faire face à ces augmentations de dépenses par des rentrées plus importantes d'impôts, en raison de la prospérité du pays et du développement de sa richesse générale.

De 1903 à 1914, en effet, le produit des impôts et monopoles s'est accru de 1.160.000.000. Cette augmentation n'est due qu'en partie aux augmentations normales de l'impôt, le reste provient de l'établissement de taxes nouvelles ou à l'élévation de taxes existantes.

L'établissement du budget de 1914 présente des difficultés très grandes.

Conformément à l'annexe n° 1, qui se trouve à la fin du présent chapitre, il comportait des crédits totaux de 5.191.000.000.

Il faut immédiatement faire remarquer que les chiffres vertigineux des dépenses, des recettes budgétaires, ou des produits d'emprunts, ainsi que celui des dettes publiques des grands pays, auxquels on est arrivé par suite de la guerre, ont complètement faussé la notion des proportions et des chiffres. Il s'agissait là de francs de 1914, avant l'établissement du cours forcé, alors que le dollar valait 5 fr. 15 à Paris et la livre environ 25 fr. 20 et si faibles que soient ces chiffres en les comparant à ceux d'aujourd'hui, ils furent considérés, et avec raison, comme trop élevés et comme dangereux. C'est que l'on pratiquait chez nous, en pleine paix, le régime

des budgets non équilibrés, ou équilibrés de temps en temps par l'emprunt, avec trop de dépenses inutiles, des budgets dont la discussion trop tardive ou trop prolongée amenait le régime fâcheux des douzièmes provisoires; que, de plus les discussions de la Chambre touchant l'impôt sur les rentes françaises qui avaient eu lieu à la fin de 1913, avaient réellement créé chez les rentiers français certaines appréhensions.

Conformément aux propositions du Gouvernement, les recettes prévues pour l'exercice 1914 s'élevaient à 4.778.675.620 fr. (annexe 2 qui se trouve à la fin du présent chapitre).

Les dépenses atteignaient 5.191.643.085 fr. si l'on ne tient pas compte des comptes spéciaux de la marine, du Maroc et de certaines dépenses de l'armée et à 6.039.000.000 fr. si l'on en tient compte, c'est-à-dire que le déficit se trouvait être environ de 423.000.000 francs sans tenir compte des comptes spéciaux et de 1.271.000.000 francs dans le cas contraire.

Il en résultait qu'il fallait emprunter — et on ne pouvait le faire en Bons du Trésor — il fallait le faire sous forme d'emprunt à long terme.

Le Parlement discuta avec passion toutes les questions générales auxquelles peut donner prétexte l'émission en temps de paix d'un grand emprunt, et, en particulier pour celui-ci, le débat fut acharné sur le point de savoir si la rente nouvelle devait être affranchie d'impôt. Une crise ministérielle en décembre 1913 fut le résultat de ce débat, et c'est seulement en juin 1914 qu'une loi autorisa le ministre des Finances à émettre l'emprunt.

Ce qu'il faut signaler, c'est le retentissement qu'eurent ces débats dans l'opinion publique. Pour la première fois, il s'était trouvé (en décembre 1913) dans une Chambre française (se reporter à l'annexe 3 à la fin du présent chapitre), une majorité revendiquant le droit pour l'Etat de frapper d'impôt ses propres rentes, et, pour la première fois, un Parlement, en votant l'émission d'un emprunt, ajoutait au texte une formule équivoque qui ne rassurait personne et menaçait pour l'avenir tous les porteurs de rentes. Il est en effet stipulé, dans le texte qui crée les nouvelles rentes, que ces rentes 3 1/2 0/0 amortissables « jouissent des privilèges et immunités attachés présentement au 3 0/0 amortissable. Toutefois, leurs arrérages sont soumis à l'impôt des valeurs mobilières ».

Il ne faut pas perdre de vue ces débats sur l'emprunt et sur l'immunité de nos rentes quand on étudie le fonctionnement du Trésor pendant la guerre, car ils ont exercé sur l'opinion publique et sur le crédit du pays une influence fâcheuse qui ne peut être contestée et qui fut un élément d'affaiblissement de ce crédit au moment où il aurait dû être conservé intact avec le plus de soin.

L'emprunt français fut autorisé par la loi du 20 juin 1914 pour 805 millions de francs effectifs à émettre en 3 1/2 amortissable avec l'indication mentionnée ci-dessus, concernant l'imposition.

Nous examinerons plus loin, dans le chapitre intitulé « Le Trésor et les relations avec la Place de Paris », les conséquences fâcheuses de l'émission de cet emprunt faite sous une mauvaise forme et à un mauvais moment.

Le montant de l'emprunt devait couvrir à peu près les dépenses extraordinaires du programme naval, du pro-

gramme militaire de l'armée de terre et l'occupation du Maroc.

Le budget, en dehors des 848 millions de dépenses extraordinaires spéciales se trouvait en déficit de 423 millions. Pour y faire face, on se décida à émettre des obligations à court terme et à faire un prélèvement sur le compte provisionnel (1) qui devait s'élever à 112 millions de francs.

En plus du prélèvement sur le compte provisionnel, on comptait sur l'émission d'obligations à court terme, d'obligations sexennaires, telles que celles émises en 1901 et en 1902 pour combler les déficits budgétaires de ces deux années. L'émission permise en 1914 s'élevait à un montant de 298 millions. Elle fut autorisée pour ce montant par la loi budgétaire du 15 juillet 1914, mais sur ce chiffre l'on avait déjà placé au 15 juillet 1914 pour 90 millions de ces obligations, grâce à des autorisations provisoires qui permettaient, en face du besoin de fonds, de ne pas attendre la loi de budget. Notons en passant que la loi de finances allait fixer le maximum des bons du Trésor à 600 millions et que le 15 juillet 1914, date de la loi, 565 millions de bons du Trésor étaient déjà en circulation. L'Etat avait donc une marge d'émission de bons et d'obligations véritablement bien faible à la veille de la guerre. D'autre part, l'encaisse du Trésor atteignait au début de juillet 1914, 366 millions, dont 256 millions figuraient au compte courant du Trésor à la Banque de France. Tout cela était nettement insuffisant.

(1) Le compte provisionnel avait été institué par la loi du 27 février 1912. Il avait pour but d'établir une communication entre les budgets, séparés jusque-là et de faire profiter des excédents budgétaires d'une année heureuse des budgets que l'on avait de la difficulté à équilibrer. La loi du 27 février 1912 avait créé un compte provisionnel pour les années 1912, 1913, 1914. Il devait être alimenté une première fois par un versement de 158 millions environ que la Compagnie de l'Est devait faire à l'Etat comme titre du remboursement de sa dette de garantie d'intérêt.

Des développements précédents, il résulte que le budget de 1914, en pleine paix, était équilibré avec de grandes difficultés et grâce à des ressources d'emprunt, ce qui ne dénote pas une situation financière bien saine. D'autre part, toutes les discussions parlementaires de la fin de novembre et du début de décembre 1913, relativement à l'émission d'un emprunt et à l'immunité de la rente, eurent pour conséquence de retarder considérablement le vote du budget.

Le budget de 1914 ne fut voté, avec 6 mois 1/2 de retard, que le 15 juillet 1914, c'est-à-dire qu'on eut recours à 7 douzièmes.

Difficulté de boucler le budget, nécessité pour cela de faire appel à des ressources d'emprunt, retard considérable dans le vote du budget, manque d'élasticité quant à l'émission possible de bons et d'obligations à partir du 15 juillet 1914, puisqu'il ne restait plus qu'une marge assez faible permise par ladite loi, telles sont les raisons pour lesquelles on pouvait dire que, à la veille de la guerre, la situation des finances de l'Etat n'était pas très saine.

SECTION II

Le milieu financier à la veille de la guerre.

En mai et en juin 1914 il y avait eu un commencement de crise financière sur la Place de Paris, — et l'effet s'en faisait encore lourdement sentir en juillet. Le placement des valeurs du Trésor s'en ressentait et l'on devait renoncer à une opération d'émission, garantie par l'Etat français, en raison de cette situation.

Le public avait été, à tort ou à raison, effrayé par la discussion, au Parlement, du grand plan de l'impôt global sur le revenu et poussé par cette discussion à thésauriser.

Après une très longue résistance du Sénat, qui n'avait pas voulu adopter le projet de M. Caillaux, voté par la Chambre en 1909, la haute Assemblée avait adopté en 1914 les deux titres relatifs à l'impôt foncier et à l'impôt sur le revenu des valeurs mobilières qui devinrent la loi du 29 mars 1914. Dans la loi de finances, la Chambre, ayant incorporé le projet d'impôt global complémentaire, le Sénat céda et adopta le principe de cet impôt, et comme la loi sur les valeurs mobilières augmentant les droits de timbre, d'abonnement et de transmission était mise en vigueur le 1^{er} juillet 1914, il en était résulté un resserrement très net de l'activité de la bourse.

Pour les sociétés de crédit le mouvement de concentration qui s'était poursuivi dans les années précédant 1914 plaçait, à cette époque, quatre grandes institutions dans la situation suivante :

Elles devaient au public :

Dépôts et bons à vue.....	2.210.500.000
Comptes courants créditeurs	3.243.000.000
Dépôts à terme.....	380.000.000

Par contre, elles avaient un actif de :

Encaisse	616.700.000
Comptes courants débiteurs	1.841.500.000
Portefeuille commercial	3.542.000.000
Avances et reports	1.081.000.000
Acceptations	447.000.000
Portefeuille-Titres et participations.....	153.000.000

Ces quatre grands établissements étaient les plus grandes banques de dépôt de notre pays.

En 1914, l'un d'entre eux avait été attaqué. On avait mis en cause la prudence de sa gestion, puis l'on avait contesté la solidité de son portefeuille et il s'était produit des retraits de déposants. L'établissement mis en cause avait demandé au ministre des Finances de faire vérifier sa situation par la Banque de France et une note du 8 juin 1914, du ministre, communiquée à la presse s'efforçait de rassurer le public en reproduisant une lettre du Gouverneur de la Banque de France, qui se terminait par cette phrase : « La situation ne saurait justifier les attaques systématiques portées contre l'établissement en question pour inquiéter ses déposants ».

Cette agitation et cette campagne, malgré les efforts du Gouvernement pour les faire cesser, et malgré l'appui donné par les autres grandes banques à l'établissement mis en cause, avaient incontestablement troublé l'opinion publique et le marché français.

A la fin de juillet 1914 la campagne et les retraits avaient cessé, mais il est certain que lorsqu'éclata la guerre, la place de Paris et tout le marché financier n'en étaient pas encore entièrement remis et que notre situation générale financière était, de ce chef, moins satisfaisante qu'à tout autre moment.

SECTION III

Y a-t-il eu en France préparation financière à la guerre ?

Nous venons de voir que le marché français n'était pas en bonne situation à la fin de juillet 1914. Au moins avait-on

préparé ici le côté financier d'une grande guerre possible avec l'Allemagne ? L'étude de la question aboutit à une réponse négative.

On avait bien envisagé certaines mesures spéciales que nous allons exposer, mais nous verrons en même temps pourquoi et comment elles se trouvèrent incomplètes et insuffisantes.

Voici ce qu'on avait fait :

La Banque de France, systématiquement, avec une ténacité et une méthode qui lui méritent la gratitude du pays, s'était appliquée par d'adroites, et parfois, d'onéreuses mesures de détail, à faire refluer l'or dans ses caisses, et son Gouverneur, M. Pallain, pouvait, le 28 janvier 1915, déclarer à l'assemblée générale des actionnaires de la Banque de France :

« C'est surtout en vue de l'éventualité de la guerre que notre
« encaisse or avait été depuis longtemps méthodiquement
« accrue, afin d'assurer une base de plus en plus large aux
« émissions exceptionnelles de billets que devait entraîner la
« guerre. Nous avons augmenté d'un milliard, en quelques
« mois, notre réserve-or ».

Entre le 31 décembre 1913 et le 31 juillet 1914, l'encaisse or passait de 3.507 millions à 4.141 millions.

Il faut ajouter aussi, ce qui est de toute évidence, que la situation créancière qu'avait la France avant la guerre vis-à-vis des pays étrangers, pouvait seule amener ses importations d'or.

D'autre part, des conventions secrètes prévoyant une avance de la Banque de France à l'Etat avaient été passées le 23 juin 1890, renouvelées le 31 octobre 1896 et le 17 mai 1899.

Enfin, deux conventions du 11 novembre 1911, qui devaient être mises en vigueur par une loi avaient prévu une

avance de 2.900 millions de francs au Gouvernement dans le cas de mobilisation générale des armées de terre ou de mobilisation générale des armées de mer avec mobilisation partielle des armées de terre.

Sur ces 2.900 millions, 500 millions devaient faire l'objet d'ouvertures de crédit dans les succursales et bureaux auxiliaires de la Banque et 2.400 millions devaient être versés au Trésor au fur et à mesure de ses besoins.

La contrevaletur des sommes prélevées sur cette avance devait être représentée dans le portefeuille de la Banque par des Bons du Trésor à trois mois portant intérêt à 1 0/0. La Banque prêtait donc à l'Etat moyennant un intérêt de 1 0/0.

En ce qui concerne l'émission des billets, la limite avait été élevée dès le temps de paix à 6.800 millions par la loi du 29 décembre 1911.

D'autre part, un approvisionnement de 1.500 millions de francs de billets de 20 francs et 5 francs avait été constitué. Le Gouverneur, le 28 janvier 1915, à l'Assemblée des Actionnaires, donnait à ce sujet les explications suivantes :

« La thésaurisation privée de toutes les espèces en circulation devait avoir pour résultat de provoquer une crise monétaire gênante pour les petites transactions. Aussi le Conseil général avait-il voté, en temps utile, tous les crédits permettant de constituer un approvisionnement considérable de billets de 20 francs et 5 francs. Ces billets furent fabriqués à l'avance et répartis sur tous les points du territoire ».

Il faut, en outre, signaler une disposition permettant dans certains cas de limiter le retrait des déposants de caisses d'épargne.

L'article 3 de la loi du 20 juillet 1895 s'énonce ainsi :

« Les conseils d'administration des caisses d'épargne peuvent rembourser à vue les fonds déposés, mais les remboursements ne sont exigibles que dans un délai de quinzaine. Toutefois, en cas de force majeure, un décret rendu sur la proposition des ministres des Finances et du Commerce, le Conseil d'Etat entendu, peut limiter les remboursements à la somme de 50 francs par quinzaine »...

Enfin les lois du 27 janvier 1910 et du 24 décembre 1910 prévoient la prorogation des délais des protêts et la prorogation des échéances des valeurs négociables. Voici leur contenu :

Loi du 27 janvier 1910. — « Dans le cas de mobilisation de l'armée, de fléau ou de calamité publique, d'interruption des services publics gérés par l'Etat, les départements et les communes, ou soumis à leur contrôle, des décrets rendus en conseil des ministres peuvent, pour tout ou partie du territoire, proroger les délais dans lesquels doivent être faits les protêts et les autres actes destinés à conserver les recours pour toutes les valeurs négociables.

Pendant la durée de la session des chambres, les prorogations prévues au présent article ne pourront dépasser 30 jours francs; pendant l'intervalle des sessions, la prorogation peut être renouvelée une ou plusieurs fois ».

Loi du 24 décembre 1910 se référant à la loi précédente. « Dans les mêmes circonstances et sous les mêmes conditions, les échéances des valeurs négociables pourront être prorogées ».

Telles étaient les seules dispositions prises en vue de la guerre.

Elles étaient tout à fait insuffisantes. D'abord les avances

exceptionnelles prévues devaient être vite englouties dans les dépenses de l'Etat; l'on n'avait aucune idée du coût de guerre, d'autant plus que l'on s'imaginait que la lutte serait courte tant le perfectionnement des armements devait entraîner de pertes parmi les combattants. L'on pensait qu'il ne serait pas nécessaire de recourir à de grands emprunts pendant la guerre; après les hostilités seulement un grand emprunt permettrait à l'Etat de rembourser à la Banque les sommes qu'il lui avait empruntées. Le montant des billets parut vite insuffisant, d'autant plus que, dans les 15 premiers jours de guerre, la Banque, outre les ressources qu'elle fournit à l'Etat, fut obligée de fournir 2 milliards pour réescompte du papier de commerce. On n'avait prévu ni le retrait des fonds de l'intérieur, qui allait mettre les sociétés de crédit et les banques en face des plus redoutables difficultés, ni le retrait des fonds de l'étranger, — ni la situation de la bourse — ni surtout le bouleversement économique résultant, pour les mobilisés, du fait de ne pouvoir faire face à leurs engagements.

L'on peut dire, par conséquent, qu'à part certaines mesures tout à fait insuffisantes, d'ailleurs, il n'y avait pas de préparation financière en France. Ceci peut prouver quelle était l'ardente et unanime volonté de notre pays de conserver la paix.

La Belgique, qui, à tort, comme les événements l'ont prouvé, se croyait garantie par les traités de 1830, et l'Angleterre, n'étaient pas non plus financièrement préparées à la guerre.

L'Allemagne, au contraire, n'avait pas négligé le domaine financier. En même temps qu'elle augmentait ses armements

sur terre et sur mer, elle se préparait financièrement. Dès 1912, le Président de la Reichsbank avait insisté auprès des directeurs des principales banques pour qu'ils augmentassent leurs encaisses. En 1913, la Reichsbank fortifiait son encaisse or par des achats à l'extérieur (bien qu'elle fût obligée de payer une prime pour les effectuer) et par des appels à la circulation intérieure en développant l'émission de billets de 20 et 50 marks. En 1913, c'est un prélèvement de 1 milliard de marks sur la fortune, qui serait opéré en trois années, 1913, 1914 et 1915 et que le Gouvernement s'engage à ne pas renouveler.

En même temps, on double le trésor de guerre de Spandau épargne destinée à faire face aux premiers frais de guerre et qui fut originairement constituée par un prélèvement sur l'indemnité payée en 1871 par la France à l'Allemagne ; il était au début de 1913 de 120 millions de marks ; il fut porté à 240 millions de marks. En ce qui concerne la circulation des billets, en janvier 1913, von Havenstein, Président de la Reichsbank, avait demandé à la Commission du Budget que la Reichsbank puisse étendre légalement la circulation des petites coupures de 50 marks et 20 marks au delà de 300 millions de marks que l'on considérait alors comme maximum. Ceci avait d'abord pour but de renforcer l'encaisse, comme nous l'avons déjà vu, puis d'accoutumer le public, dès le temps de paix, à une circulation assez forte de coupures de façon à diminuer sa méfiance, une fois la guerre déclarée. Le 18 juin 1914, von Havenstein convoquait les représentants des grandes banques pour leur recommander de faire en sorte que leurs dépôts eussent une couverture d'au moins 10 0/0 sous forme d'espèces, ou tout au moins de soldes créditeurs

à la Reichsbank et dans les banques adhérentes à la Chambre de Compensation. Dès le temps de paix, par conséquent, la Reichsbank avait cherché à discipliner les banques pour les avoir mieux dans la main en vue de la lutte. Enfin ce qui montre mieux que tout que l'Allemagne avait préparé financièrement la guerre d'une façon méthodique, c'est que, dans les dernières années précédant la guerre, auprès du Ministère de la guerre, siégeait une division spéciale pour la préparation financière de la guerre dont la direction appartenait au professeur Riesser, président de l'Union des banquiers allemands.

En résumé, l'on peut dire que la guerre fut pour la France une surprise, alors que l'Allemagne la considérait comme un événement inévitable qu'on amènerait quand on le voudrait.

Ainsi au point de vue financier la guerre est arrivée à un mauvais moment pour la France : difficultés budgétaires sérieuses, obligation d'emprunter en pleine paix pour équilibrer le budget et par conséquent absorption de disponibilités qui n'existeront plus lorsque l'on sera en guerre, situation à la bourse défavorable, suspicion envers certaines grandes banques.

Non seulement nous n'étions pas préparés financièrement, mais nous étions à la veille de la guerre dans un état de malaise financier évident.

Tout cela augmenta les difficultés d'ailleurs terribles auxquelles le Trésor devait avoir à faire face.

ANNEXE N° 1

Première partie. — DETTE PUBLIQUE (Ministère des Finances)..... 1.306.585.021 »
dont :

Dette consolidée, Service des rentes 3 0/0.....	655.832.276 »
Dette remboursable à terme ou par annuités... (annuités pour le remboursement de la dette à terme, intérêts de la dette flottante du Tré- sor, annuités aux Comp. de Chemins de fer).	310.320.865 »
Dette viagère (Pensions)	340.431.880 »

Deuxième Partie. — POUVOIRS PUBLICS (Ministère des Finances)..... 20.006.738 »
comprenant dotation du Président de la République, indemnités des
députés et sénateurs, etc...

Troisième partie. — SERVICES GÉNÉRAUX DES MINISTÈRES..... 3.140.654.252 »
dont :

a) Ministère des Finances	51.249.840 »
b) Ministère de la Justice.....	60.357.461 »
c) Ministère des Affaires Etrangères.....	22.331.749 »
d) Ministère de l'Intérieur	176.949.513 »
(surtout traitement et l'assistance)	
e) Ministère de la Guerre.....	1.203.659.712 »
se répartissant ainsi :	
1 ^{re} Section, troupes métro- politaines (y compris Al- gérie et Tunisie).....	1.026.820.073 »
2 ^e Section, troupes colo- niales	54.794.069 »
3 ^e Section, construction, ma- tériel neuf, approvision- nements de réserve.....	122.045.570 »
f) Ministère de la Marine.....	610.910.788 »
se répartissant ainsi :	
Marine militaire	513.542.521 »
Marine marchande	97.368.267 »
g) Ministère de l'Instruction Publique et des Beaux-Arts	369.649.564 »
se répartissant ainsi :	
Instruction publique	347.810.375 »
Beaux-Arts	21.839.189 »
h) Ministère du Commerce, Industrie et des P.T.T.	21.658.280 »
i) Ministère du Travail et de la Prévoyance so- ciale	106.718.809 »
j) Ministère des Colonies.....	109.724.180 »
k) Ministère de l'Agriculture.....	48.499.944 »
l) Ministère des Travaux Publics.....	358.944.912 »

Quatrième Partie. — Frais de régime, de perception et d'exploitation des impôts et revenus publics..... 675.070.170 »

Cinquième Partie. — Remboursements, restitutions et non valeurs..... 49.326.900 »

ANNEXE N° 2

Première Partie. — IMPOTS ET REVENUS..... 3.509.356.626 »

a) Contributions directes et centimes d'Etat se répartissant ainsi :

Cont. fonc. prop. bâtie.....	104.452.713 »
— — — non bâtie	107.408.738 »
Cont. personnelle mobilière.	114.212.994 »
— portes et fenêtres....	72.540.272 »
— patentes	174.680.732 »
Frais d'avertissement	1.134.000 »

574.429.449 »

b) Taxes assimilées aux contributions directes,... 61.501.987 »
(Biens de main-morte, redevance des mines, portes et fenêtres, etc.).

c) Produits de l'enregistrement, se répartissant en :

Mutation à titre onéreux des valeurs mobilières	111.019.000 »
Mutation à titre onéreux de meubles corporels	10.216.700 »
Mutation à titre onéreux d'immeubles et droits immobiliers	183.181.500 »
etc.	
Donations entre vifs.....	29.851.700 »
— par décès	327.715.700 »

839.861.700 »

d) Produit du timbre se répartissant en :

Valeurs mobilières	63.215.000 »
Actes et écrits sujets au timbre de dimension.....	44.673.500 »
etc.	

257.300.200 »

e) Impôts sur les opérations de bourse se répartissant ainsi :

Bourses de valeurs.....	12.762.000 »
Bourses de commerce.....	4.205.250 »

16.967.250 »

f) Taxe sur le revenu des valeurs mobilières.... 149.449.000 »

g) Produit des douanes, se répartissant ainsi :

Droits à l'importation (marchandises diverses)	659.213.400 »
Taxe de consommation des sels de douane.....	22.271.000 »
etc.	
	721.548.700 »

h) Produit des contributions indirectes se répartissant ainsi :

Droit sur vins, cidres, poirés, hydromel	65.977.000 »
Droit sur bière.....	16.089.600 »
Alcools. Surtaxe des vins alcoolisés	399.427.000 »
etc.	
	696.304.640 »

i) Droit sur les sucres se répartissant ainsi :

Produits recouvrés par l'Administration des douanes..	26.529.900 »
Produits recouvrés par l'Administration des contributions indirectes	165.463.800 »
	191.993.700 »

Deuxième Partie. — PRODUIT DES MONOPOLES D'ETAT..... 1.031.509.119 »

a) Produits recouvrés par les receveurs des contributions indirectes, se répartissant ainsi :

Produit de la vente des allumettes chimiques	44.312.200 »
Produit de la vente des tabacs	542.216.200 »
Produit de la vente des poudres à feu.....	24.731.700 »
	611.260.100 »

b) Produit des Postes, Télégraphes, Téléphones, se répartissant ainsi :

Produit des postes (taxe de correspondance)	295.334.400 »
Produit des téléphones.....	57.117.400 »
Produit des télégraphes....	58.440.800 »
	410.892.500 »

c) Produit de diverses exploitations..... 9.356.519 »

(p. ex., bénéfice de l'exploitation de l'ancien réseau du chemin de fer de l'Etat).

<i>Troisième partie. — PRODUITS et REVENUS DU DOMAINE DE L'ETAT.....</i>	64.429.259 »
a) Produit du domaine non forestier.....	30.199.259 »
(revenus du domaine, produit de l'exploita- tion d'établissements régis ou affermés par l'Etat, aliénation de meubles ou d'immeu- bles par l'Etat, etc...)	
b) <i>Produit des forêts</i> se répartissant ainsi :	
Produits perçus par les Tré- soriers payeurs généraux... 26.115.500 »	
(principalement les coupes de bois).	
Produits encaissés par les re- ceveurs des domaines..... 8.114.500 »	
(chasse, menus produits, etc.)...	
	34.230.000 »
<i>Quatrième partie. — PRODUITS DIVERS DU BUDGET,.....</i>	68.393.533 »
comprenant :	
Taxe des brevets d'invention.....	2.028.050 »
Bénéf. de la Caisse des Dépôts et Consignations..	4.021.000 »
Partage des bénéfices des Compagnies de Chemins de fer, etc.....	3.560.000 »
<i>Cinquième Partie. — RECETTES D'ORDRE.....</i>	104.987.083 »
comprenant :	
Produits universitaires	5.922.835 »
Contribution des colonies aux dépenses militaires qu'elles occasionnent à l'Etat, etc.....	13.052.315 »

ANNEXE N° 3

La discussion pour l'emprunt à émettre en 1914 fut acharnée, quant à la question de l'immunité de la rente. Jusque là, la rente avait toujours bénéficié de l'exemption d'impôt depuis la loi du 9 vendémiaire, an VII (30 septembre 1797) dont le texte se rapportant à cette question s'énonçait ainsi : « Le 1/3 de la dette consolidée, conservé aux inscriptions, est déclaré exempt de toute retenue présente et future ». Le Gouvernement voulait, non seulement, que les nouvelles

rentes fussent assimilées aux anciennes quant à l'immunité, mais désirait trancher désormais cette question délicate, pour laquelle le texte peu précis de l'an VI lui paraissait insuffisant. Il proposait le texte suivant : « les extraits d'inscription de rentes sur l'Etat porteront désormais la mention que ces rentes continueront à bénéficier des immunités dont elles jouissent présentement ».

La Commission du budget de son côté, admettait l'assimilation des nouvelles rentes aux anciennes, mais ne voulait pas de nouveaux textes, tranchant clairement la question pour l'avenir. M. Caillaux, au contraire, au cours de la séance du 2 décembre 1913 (séance de l'après-midi) demandait que la rente fut frappée de l'impôt, comme elle l'était en Angleterre, prétextant que l'immunité de la rente menaçait de faire sombrer tout le système élaboré par lui de l'impôt sur le revenu à forme cédulaire. A la suite de cette discussion, le ministère Barthou (avec M. Charles Dumont comme ministre des Finances) fut renversé par 290 voix contre 265.

CHAPITRE II

AUGMENTATION DES DEPENSES PENDANT LA GUERRE

Toutes les difficultés financières pendant la guerre provinrent de ce fait que les dépenses augmentèrent au delà de toute prévision et dans des proportions qu'on n'aurait pas osé entrevoir. Il est donc utile d'indiquer les raisons de cette augmentation, son importance. Nous signalerons ensuite quelles en furent les conséquences quant à la dette de l'Etat.

I

Causes de l'augmentation des dépenses de guerre. — Nous avons déjà touché à cette question lorsque, dans l'Introduction, nous avons étudié le « rôle du Trésor en temps de guerre » (voir page 8). Nous avons alors fait une séparation entre les dépenses militaires et les dépenses civiles. Nous poursuivrons cette étude en faisant cette même distinction.

Les dépenses militaires se sont, naturellement, considérablement accrues.

Sans doute, nous avons préparé dans une certaine mesure, au point de vue militaire, la guerre en envisageant, ce qui

s'est réalisé, la possibilité d'une agression de l'ennemi. Mais nous n'avions préparé qu'une guerre courte à la fois comme matériel et comme munitions. De plus, le début de la guerre nous révéla des méthodes et des tactiques nouvelles, un armement nouveau chez l'ennemi, artillerie lourde en abondance et mitrailleuses en profusion, qu'il fallut immédiatement créer chez nous pour pouvoir lutter sans désavantage.

Quand la lutte fut stabilisée et prit le caractère de guerre de tranchée, il fallut s'adapter à cette nouvelle guerre et créer un outillage entièrement nouveau. Enfin la guerre aérienne non prévue, ou presque négligée, amena des besoins industriels immenses.

Tout ceci explique les dépenses militaires énormes auxquelles il fallut faire face dans les cinq derniers mois de 1914, en 1915 et en 1916. Il semble qu'en 1917, les installations étant terminées, la machine étant en mouvement, les dépenses militaires eussent dû fléchir légèrement. Mais à la suite de la non réussite de l'offensive française d'avril 1917, et pour des raisons d'ordre psychologique, on dut améliorer la vie matérielle et morale du soldat, augmenter les soldes et indemnités, d'où source de nouvelles dépenses. De plus, il y avait en 1917 un chiffre légèrement supérieur d'hommes sous les drapeaux, ce qui accroissait encore les dépenses. Ce qui augmentait aussi les dépenses relatives aux fabrications de guerre, c'est que les achats de matières premières nécessaires aux usines de guerre et les acquisitions de produits fabriqués étaient faits en grande partie à l'étranger. Les prix étaient élevés parce que les pays engagés dans la guerre se faisaient une grande concurrence entre eux au sujet de ces achats. Ces prix étaient ensuite majorés du fait de la perte au

change et de l'élévation des frêts, conséquence de la guerre sous-marine. En ce qui concerne les achats à l'intérieur, l'Etat achetait très cher aux fabricants français travaillant pour la Défense Nationale, les produits que ceux-ci lui livraient, parce que dans les premiers mois de la guerre, devant l'insuffisance de ces produits, et croyant à une guerre relativement courte, l'Etat n'avait pas mesuré les sacrifices pécuniaires et s'était surtout attaché à exciter la fabrication par une rémunération très avantageuse pour les industriels. Il faut indiquer aussi que les ouvriers, devant la cherté de la vie, avaient demandé des augmentations de salaire, d'où charge nouvelle pour l'Etat, soit qu'il s'agît d'installations lui appartenant, soit qu'il s'agît d'usines privées, car dans ce cas, à une augmentation de salaire, succéda une augmentation des prix de vente à l'Etat de la part de ces industriels.

L'Etat ne faisait seulement pas face à des achats d'armes et de munitions. Il devait aussi acheter tout ce qui était nécessaire à la nourriture, à l'habillement du soldat, aux soins du soldat.

Les dépenses civiles, s'accrurent très vite également. Le service d'assistance, en premier lieu, prit une importance considérable. Dès la mobilisation générale, on avait institué le régime des allocations aux familles des mobilisés. Elles étaient au début de 1 fr. 25 pour l'allocation principale, et de 0 fr. 50 par enfant de moins de 16 ans. En 1917, la loi du 21 mars porte à 0 fr. 75 l'allocation par enfant (1). On fut obligé, par la suite, d'instituer des allocations dont bénéficieraient les réfugiés. De plus, en décembre 1914, 300 millions

(1) Ajoutons que la loi du 4 août 1917 a, par la suite, fixé à 1 fr. 50 l'allocation principale, et à 1 franc l'allocation par enfant.

furent votés et affectés aux premières mesures de réparation en faveur des sinistrés. Les dépenses de ce triple chef atteignent en 1915 environ 2 milliards 1/2 et plus de 3 milliards en 1916.

Une deuxième cause de l'augmentation des dépenses civiles fut l'accroissement constant de la dette et par suite, de ses intérêts, que ce soit la dette flottante, à terme, ou perpétuelle, qu'il s'agisse de la dette intérieure ou de la dette extérieure.

Une troisième cause fut l'intervention de l'Etat pour le ravitaillement de la population civile. Ce sont en premier lieu des achats de blé et de farine que fait l'Etat, afin, surtout, d'éviter la spéculation qui ne manquerait pas de se produire sans cette intervention. Au début de mai 1915, l'Etat décide de réquisitionner les blés et d'organiser par l'intermédiaire des préfets et des maires, la rétrocession des blés réquisitionnés et la vente des blés achetés au même prix que celui qui est fixé dans toute la France pour la réquisition; à cet effet, le Parlement ouvrit des crédits. Les blés de France n'étaient pas suffisants pour faire face au ravitaillement de la population depuis la déclaration de guerre; la récolte diminuant chaque année, on devait faire de plus en plus appel à l'importation onéreuse des blés étrangers. Jusqu'au 8 avril 1918, le blé était distribué au prix de 32 fr. 50 le quintal par le Gouvernement, alors que le prix de revient moyen, dans les premiers mois de 1917, était de 48 fr. 30 (1).

Puis ensuite, les achats de sucre de canne auquel le Gouvernement fait appel pour compenser la diminution énorme

(1) Le prix de distribution du blé fut élevé à 36 francs le 8 avril 1917 et à 50 le 13 juillet 1917.

survenue dans la fabrication du sucre de betterave, par suite de l'occupation par l'ennemi des départements du Nord, producteurs de betteraves, les achats de viande destinés à la fois à l'alimentation des troupes et à la nourriture de la population civile. Ces interventions diverses de l'Etat se traduisaient par une augmentation formidable de ses dépenses.

Une quatrième raison fut l'exploitation déficitaire des chemins de fer provenant de diverses causes : diminution du transport des voyageurs civils et des marchandises ordinaires, sources de profit pour les compagnies; au contraire, la circulation de trains de troupes et des trains de matériel de guerre, peu rémunératrice pour les Compagnies, devient l'élément essentiel. D'autre part, le combustible augmente considérablement. En face de ces difficultés financières, l'Etat dut intervenir.

Telles sont les principales causes, d'ordre militaire et d'ordre civil qui ont entraîné les augmentations considérables des dépenses de l'Etat.

Il faut cependant en ajouter une d'ordre étranger : ce sont les avances que le Gouvernement français fut obligé de faire à certains de ses alliés, avances naturelles puisque déjà en temps de paix, la France avait prêté à un de ses alliés, la Russie, des sommes considérables.

C'est le décret du 27 octobre 1914 qui autorisa ces avances, conformément à ce texte :

« Le ministre des Finances est autorisé à ouvrir dans les écritures centrales du Trésor un compte de Services spéciaux intitulé « Avance à des Gouvernements ou établissements étrangers » et à imputer au débit de ce compte une somme maxima de 340.500.000 francs ».

Le chiffre maximum fut élevé à 1.350.000.000 par la loi du 1^{er} avril 1915, à 2.327.500.000 par la loi du 29 décembre 1915, à 3.875.100.000 par la loi du 16 février 1917.

Etant donné cette réglementation, voici de quelle façon, en 1914 et en 1915, furent utilisées ces disponibilités permises : le décret originaire du 27 octobre 1914 ouvrait les crédits suivants :

Avance à la Belgique.....	250.000.000	»
— à la Serbie.....	90.000.000	»
— à la Banque du Monténégro.....	500.000	»

En 1915 les avances (abstraction faite de celles à la Russie qui revêtaient une forme spéciale et dont nous parlons plus loin) furent de 762.154.000, se répartissant ainsi (1) :

Belgique	591.754.000
Serbie	165.000.000
Grèce	5.000.000
Monténégro	400.000

Les avances à la Russie doivent être placées isolément car elles offrent un caractère particulier. En temps de paix, la Russie exportait beaucoup, surtout des céréales, après la récolte. D'autre part, elle devait annuellement plus de 500 millions pour le service des arrérages et de l'amortissement des fonds russes détenus par les Français. Elle payait cette dette au moyen du produit de ses exportations. Celles-ci étant devenues presque impossibles, la guerre ayant rendu les communications tout à fait difficiles entre la France et la

(1) Chiffres empruntés au discours de M. Ribot le 30 mars 1916 à la Chambre des Députés.

Russie, il s'ensuivit que cette dernière ne put acquérir les devises nécessaires au paiement de ses dettes vis-à-vis des Français. La convention franco-russe du 2 février 1915 aplanit les difficultés. L'Etat français fit à l'Etat russe une avance de 500 millions par la délivrance de bons du Trésor français que la Banque de France se chargeait d'escompter pour en porter le montant au crédit de l'Etat emprunteur. Pratiquement les bons furent remis directement par le Trésor français à la Banque de France. C'est depuis cette convention que figure régulièrement au bilan de la Banque de France le poste intitulé : « Bons du Trésor français escomptés pour avances de l'Etat à des gouvernements étrangers ».

Ce poste accusait à différentes périodes les chiffres suivants :

Fin 1915.....	630 millions
23 décembre 1916.....	1.730 —
27 décembre 1917.....	3.230 —

Ce poste a servi exclusivement à procurer des fonds à l'ancien régime russe, comme l'affirmait M. le ministre des Finances, lorsqu'il répondit à une question posée le 1^{er} juin 1922 par M. Lévy, député.

* * *

Disons, en passant, que l'accroissement des dépenses en Angleterre, dans les premiers mois de la guerre, fut encore plus considérable qu'en France. En effet, l'Angleterre, préparée à la lutte sur mer, n'avait qu'une très faible armée de terre. Il fallut créer, presque de toutes pièces l'équipement, l'approvisionnement, le matériel de cette armée qui devenait

de plus en plus nombreuse. Dès le premier jour de l'entrée des Anglais dans la guerre, le Parlement autorisa la levée de 1 million d'hommes, puis plus tard éleva ce chiffre à 2 millions. En février 1915, il fut porté à 3 millions. Disons, de plus, que pendant longtemps les Anglais ne voulurent recourir qu'aux engagements volontaires, qui étaient très coûteux parce que les soldats étaient payés cher.

Quant à l'Allemagne, elle était préparée, mais pour approvisionner son armée d'une façon continue, en vivres, en armes, en munitions, il lui fallut faire face à des dépenses considérables. Elle avait, en effet, deux fronts à soutenir. De plus, elle dut aider constamment ses alliés qui traversèrent des crises financières très graves.

II

Importance de l'augmentation des dépenses. — Nous savons que les dépenses sont généralement prévues dans le budget annuel. Or, pendant la guerre, il n'y eut pas de budget annuel, mais seulement vote de crédits provisoires généralement trimestriels. M. Ribot, dans le discours qu'il fit à la Chambre des députés le 22 décembre 1914 expose la raison pour laquelle on ne doit pas, en temps de guerre, se conformer au régime ordinaire du budget annuel. « Il n'est pas possible, déclarait-il, de faire présentement des prévisions pour toute une année. Donc, nous sommes dans l'obligation de demander des douzièmes provisoires.... Les prévisions sont établies pour les dépenses extraordinaires de guerre des premiers mois de 1915, ajoutait-il, sur la base des dépenses effectuées dans les trois derniers mois de 1914... On nous dit

que ce système des crédits provisoires a l'inconvénient de rendre assez illusoire le contrôle préventif des dépenses, puis de ne pas permettre un examen rigoureux de toutes les dépenses et la découverte des erreurs commises. Ceci tient à l'état de guerre lui-même et non au mode de procéder; pour que le contrôle préventif s'exerce, il faut enfermer les ministres dans les limites rigoureuses des crédits. Or, ceci est impossible avec les besoins nouveaux de la guerre ».

Ainsi, pas de budget pendant la période de guerre qui nous occupe.

Mais comme, à la déclaration de guerre, le budget de 1914 était voté et que des dépenses de tout ordre y étaient prévues, qui devinrent forcément insuffisantes en temps de guerre, surtout les dépenses d'ordre militaire, il fallut nécessairement faire appel pendant les derniers mois de 1914, à des crédits additionnels. Ceux-ci furent fixés par décret en Conseil d'Etat; ils n'auraient pu l'être par une loi puisque la session extraordinaire des Chambres commencée le 4 août 1914 fut clôturée officiellement par le décret du 3 septembre 1914 (1), et qu'une deuxième session extraordinaire ne s'ouvrit que le 14 décembre 1914. Mais la loi du 29 mars 1915 vint en quelque sorte régulariser ces dépenses additionnelles. Les crédits furent fixés par la suite par des lois pour trois mois sauf ceux concernant les six premiers mois de 1915 qui le furent en une seule fois. Les dépenses, et surtout les dépenses militaires, croissant constamment d'une façon irrégulière, les prévisions n'étaient pas toujours exactes, généralement insuffisantes et il était nécessaire, entre temps, d'accorder des crédits additionnels pour tel ou tel service.

(1) En réalité, les Chambres s'étaient ajournées d'elles-mêmes le 4 août 1914.

M. Thierry, dans l'exposé des motifs qu'il fit, en qualité de ministre des Finances, à la loi sur les crédits provisoires pour le troisième trimestre 1917, faisait la déclaration suivante : « Nous employons encore aujourd'hui le système des crédits provisoires trimestriels. Mais il y a des dépenses permanentes, non influencées par les faits de guerre. Aussi nous préparons pour l'avenir un projet de budget annuel comprenant les fonds nécessaires aux administrations civiles et au service de la dette; au contraire, les dépenses militaires continueront à être assumées par des crédits provisoires. Les articles du budget annuel devront être alimentés par des ressources permanentes (les impôts) ... »

Nous donnons le tableau des crédits accordés de 1914 jusqu'à la fin du 2^e trimestre de 1917. Nous ne mentionnons pas les crédits additionnels, mais nous en tenons compte dans le chiffre concernant les crédits pour l'année entière; par contre, nous ne tenons aucun compte des dépenses qui font partie des budgets annexes; ces dépenses se rapportent à neuf services : Fabrication des monnaies et médailles; Imprimerie Nationale; Légion d'Honneur; Service des Poudres et Salpêtres; Ecole Centrale des Arts et Manufactures; Chemin de fer et port de la Réunion; Chemins de fer de l'Etat; Caisse Nationale d'Epargne; Caisse des Invalides de la Marine (1). Dans la répartition des crédits, nous ne mentionnerons que les sommes affectées aux dépenses militaires proprement dites et au service de la dette.

(1) Voir sur les budgets annexes : « *Traité élémentaire de Science des Finances et de Législation financière* » par Edgard Allix, p. 74.

CRÉDITS ACCORDÉS DEPUIS LE DÉBUT DE LA GUERRE

(en millions de francs)

Désignation des lois et décrets ouvrant les crédits	Crédits des tinés aux dépenses militaires pro- prement dites	Crédits résér- vés au service de la dette	Total des crédits
1914 (1)			
Loi du 29 mars 1915 (sur la confirmation des crédits ouverts dans les cinq mois de guerre de 1914).....	5.815	59	6.479
Loi du 31 mars 1915			
1915			
Loi du 26 décembre 1914 (crédits provisoires applicables au 1 ^{er} semestre 1915)	5.757	728	8.825
Loi du 29 juin 1915 (crédits provisoires applicables au 3 ^e trimestre 1915	3.913	638	5.623
Loi du 28 septembre 1915 (crédits provisoires applicables au 4 ^e trimestre 1915)	4.591	460	6.254
Crédits additionnels	957	2	1.423
Total des crédits pour 1915.....	15.218	1.828	22.125
1916			
Loi du 29 décembre 1915 (crédits provisoires applicables au 1 ^{er} trimestre 1916)	5.384	560	7.549
Loi du 30 mars 1916 (crédits provisoires applicables au 2 ^e trimestre 1916)	5.790	719	7.847
Loi du 30 juin 1916 (crédits provisoires applicables au 3 ^e trimestre 1916)	5.925	685	7.895
Loi du 28 septembre 1916 (crédits provisoires applicables au 4 ^e trimestre 1916	6.073	914	8.333
Crédits additionnels	493	120	720
Total des crédits pour 1916.....	23.665	2.998	32.349

(1) Pour avoir le chiffre des crédits complets ouverts pendant les cinq mois de guerre, en 1914, il faut ajouter aux chiffres indiqués la part des dépenses prévues (dans le budget régulier de la loi du 15 juillet) qui se rapporte à ces cinq mois, c'est-à-dire les 5/12^e.

Loi du 30 décembre 1916			
(crédits provisoires applicables au 1 ^{er} trimestre 1917)			
	6.199	.767	8.633
Loi du 31 mars 1917			
(crédits applicables au 2 ^e trimestre 1917.....			
	6.966	1.212	9.624

Nous pouvons nous rendre compte des formidables augmentations de dépenses.

Nous avons vu, dans le paragraphe précédent les raisons de cet accroissement.

Sur les dépenses supplémentaires destinées aux cinq derniers mois de 1914, la presque totalité est accaparée par les dépenses d'ordre militaire. En 1915, les crédits croissent constamment : on estime que les dépenses françaises moyennes, mensuelles, pour les trois premiers mois de 1915 sont environ de 1.500 millions, alors qu'elles atteignent 2.500 millions pour l'Angleterre et pour l'Allemagne. Les dépenses militaires prennent la plus grande proportion dans l'augmentation. Même phénomène en 1916 (1). L'année 1916 présente, par rapport à la précédente, un excédent de crédits ouverts de 10.224 millions et de 8.447 millions en ce qui concerne les seules dépenses militaires.

Naturellement les sommes destinées à la charge de la dette s'enflaient également puisque l'on était obligé d'emprunter, soit à court terme, soit à long terme, pour faire face aux dépenses énormes et la différence avec les dépenses militaires résidait dans ce fait qu'à l'encontre de celles-ci, les dépenses relatives à la dette n'étaient nullement temporaires et ne devaient pas diminuer, la guerre une fois terminée. Cela est vrai de la dette perpétuelle; cela est vrai aussi de la dette flot-

(1) L'année 1917 se traduit par un chiffre de crédits ouverts s'élevant à plus de 40 milliards et l'année 1918 à plus de 50 milliards.

tante, puisqu'un état épuisé financièrement par une longue guerre ne saurait la faire disparaître qu'en la remplaçant par de la dette perpétuelle ou à long terme. Dans le *Journal des Economistes* du 15 juin 1922, M. Germain Martin a publié un article intitulé « Le déséquilibre économique et le régime fiscal en France ». « Comparons, nous dit-il, les chiffres globaux du budget de 1914 et les charges du budget en cours. D'un côté, 5.191 millions dont 1.300 millions pour le service de la dette ; de l'autre, 24.687 millions de crédits accordés dont 12.635 millions pour le service de la dette. Les charges de la dette, qui constituaient 26,8 0/0 de l'ensemble des dépenses budgétaires en 1913, forment les 52,5 0/0 de leur total en 1922..... ».

Ainsi nous avons vu que la dette joue un grand rôle par son accroissement dans l'élévation des dépenses publiques. Nous allons étudier l'autre face de la question : les conséquences de l'augmentation des dépenses sur la dette.

Il n'était naturellement pas possible de faire face à des dépenses qui atteignaient des chiffres démesurés, au moyen des ressources normales. Il fallait donc emprunter. On a eu recours, d'abord à des prêteurs de l'intérieur, puis l'on se fait ouvrir des crédits à l'extérieur, mode de se procurer des ressources présentant l'avantage particulier de nous fournir des réserves de change que nous avons employées au règlement des dettes provenant des achats à l'extérieur. A la veille de la guerre, la dette publique de la France, de l'Allemagne, de l'Angleterre était :

France : 30 milliards environ.

Allemagne : sans compter les dettes des Etats : 5 milliards de marks.

Allemagne : en comptant les dettes d'Etat : 21 milliards de marks.

Angleterre : £ 706 millions, soit 17.805 millions de francs.

M. Ribot, dans le discours qu'il fit au Sénat le 15 septembre 1916, signalait que pendant les deux années de guerre qui venaient de s'écouler, la dette totale s'était accrue de 38 milliards, chiffre formidable, mais il ajoutait que la dette anglaise et la dette allemande avaient augmenté plus rapidement que la nôtre.

Au 1^{er} septembre 1917, quelques mois après l'entrée en guerre des Américains, la dette totale atteignait le chiffre de 98.890 millions de francs de capital nominal, environ, dont 84.420 millions de dette intérieure et 14.470 millions de dette extérieure, cette dernière devant augmenter d'abord par l'ouverture de nouveaux crédits, mais aussi par la baisse du franc. La charge annuelle s'élevait à 3.360 millions en ce qui concerne la dette intérieure, et 780 millions pour la dette extérieure, c'est-à-dire que la charge totale était de 4.140 millions environ. Le taux moyen de la dette ressortait à 4 0/0. Cette modicité provenait de ce que les avances de la Banque, accordées moyennant un très faible intérêt, tenaient une grande place dans le chiffre de la dette (1).

(1) Fin 1918, on évalue à 171.882.000 francs la dette de la France. Les documents publiés par la conférence financière internationale tenue à Bruxelles en 1920 pour examiner la situation laissée par la guerre, donnent les chiffres suivants :

	1920		
	Dette intérieure	Dette extérieure	Dette totale
France	fr. 185.728 millions	fr. 33.660 millions	fr. 219.388 millions
Royaume Uni.....	£ 6.597 —	£ 1.278 —	£ 7.875 —
Allemagne	mk. 196.428 —	mk. 3.149 —	mk. 199.577 —

Au 1^{er} octobre 1921, la dette totale de la France atteignait 323.860 millions environ dont 237.860 millions de dette intérieure et 86 milliards de dette extérieure (calculée au change du jour).

Lorsque nous étudierons chaque moyen que l'Etat a employé pour emprunter : Bons, obligations, avances de la Banque, emprunts à long terme, ouvertures de crédit à l'étranger, nous suivrons l'augmentation concernant chacun de ces moyens. Pour l'instant, nous nous en tenons aux chiffres globaux de la dette.

CHAPITRE III

L'IMMOBILISATION DES CAPITAUX AU DÉBUT DE LA GUERRE DE 1914

Devant un certain nombre de difficultés à la Bourse, la liquidation de fin juillet 1914 ne fut pas effectuée et elle fut reportée au 31 août. Le 31 août elle fut ajournée de nouveau et ainsi de suite jusqu'en septembre 1915, époque à laquelle de nouvelles solutions intervinrent, à la suite de négociation entre la Compagnie des Agents de Change et le Gouvernement.

D'autre part, dès le 31 juillet 1914, il fut décidé que les délais dans lesquels doivent être faits les protêts concernant les valeurs négociables seraient prorogés d'un mois. Même prorogation des délais de paiement de ces valeurs.

Les Etablissements de crédit furent frappés directement par les deux mesures dont nous venons de parler. D'une part, l'ajournement de la liquidation entraînait l'immobilisation des sommes placées en report par ces Etablissements, qui se trouvaient bloquées. D'autre part, ils ne pouvaient plus encaisser à l'échéance les valeurs négociables de leur portefeuille.

Ils furent, à la vérité, aidés d'abord par le réescompte à la

Banque de France, de leur portefeuille bancable ou d'une partie de ce portefeuille, ensuite par la faculté que leur donna la loi de limiter le remboursement de leurs dépôts.

Nous allons étudier successivement :

1° La question de l'ajournement de la liquidation à la bourse;

2° Le moratorium concernant les valeurs négociables et quelques autres moratoires;

3° Le remboursement des dépôts-espèces et des soldes créditeurs des comptes-courants dans les banques et établissements de crédit;

4° L'aide apportée au crédit par la Banque de France.

SECTION I

La question de l'ajournement de la liquidation à la bourse.

Nous avons déjà vu (chap. I, p. 19) que quelque temps avant la guerre, la Bourse avait traversé une petite crise. Déjà les valeurs avaient subi un certain fléchissement. Mais à la fin du mois de juillet, elles baissaient beaucoup plus, les demandes diminuant considérablement, les offres, au contraire, étaient nombreuses, en raison du conflit entre l'Autriche et la Serbie. De jour en jour s'aggravait la situation européenne.

Les engagements à la Bourse correspondaient, fin juillet 1914 à une valeur de 600 millions (dont 100 millions pour le 3 1/2 amortissable) et 160 millions sur le marché libre. Ce n'étaient pas là des chiffres trop considérables puisqu'à l'époque de l'incident l'Agadir il y avait 1.600 millions à

liquider, mais néanmoins le fait de l'existence de tels engagements allait entraîner de sérieuses difficultés.

Pour continuer les engagements ainsi existants, il y avait deux alternatives :

Ou bien les capitaux employés en report continuaient leur service, ce qui était impossible puisque ceux qui font un prêt sur titres sous forme de reports, banquiers ou gros capitalistes, ne font qu'un placement temporaire; à plus forte raison, la guerre éclatant, ont-ils encore plus besoin de leurs fonds;

Ou bien, il fallait trouver des capitaux nouveaux se substituant aux anciens, ce qui était évidemment une impossibilité, personne n'ayant le souci de venir risquer ses capitaux sous cette forme au début de la guerre, la première idée étant de garder ses capitaux et de thésauriser.

Il est évident que la déclaration de guerre survenant comme un tremblement de terre, rendait tout à fait grave la situation de ceux qui avaient acheté dans le courant de juillet, ou dont on avait continué dans ce mois les engagements par la voie du report. Il est évident, d'autre part, que tous ceux qui avaient placé temporairement leurs capitaux à la bourse en avances sur titres sous forme de reports, n'avaient qu'une idée, c'était de retirer ces capitaux. Dans ces conditions, des défaillances étaient inévitables et cela pouvait aller très loin.

Que pouvait-on faire ?

On pensa d'abord à faire un emprunt de 250 à 300 millions de francs pour effectuer la liquidation. Sans doute les agents de change étaient solidairement responsables de leurs clients, quant à l'acquittement des dettes de ceux-ci, mais en additionnant les 17 1/2 millions de cautionnements qu'ils

avaient déposés, les fonds de la caisse commune, la valeur des charges, on parvenait à une somme totale voisine de 200 millions, visiblement insuffisante. L'emprunt dont on parlait était destiné à augmenter cette couverture. Le 28 juillet 1914, le Syndic des agents de change se rendit chez le ministre des Finances et le pria de convoquer les représentants des grandes banques pour étudier les mesures à prendre en vue de la liquidation. La réunion eut lieu le 29 juillet. On y envisagea probablement la question d'un emprunt dont nous venons de parler, mais, finalement, la réunion demanda l'ajournement de la liquidation. Le même jour, le ministre des Finances approuva une disposition additionnelle au règlement des agents de change de Paris, d'après laquelle la Compagnie des agents de change pourrait, en cas de circonstances exceptionnelles, décider de proroger les liquidations, soit pour partie des valeurs, soit pour leur totalité, ces décisions devant être ensuite homologuées par le ministre des Finances. S'appuyant sur ce texte, la Chambre Syndicale décida aussitôt le renvoi de la liquidation de juillet à fin août; la coulisse prit une décision semblable, bien que le texte additionnel dont nous venons de parler ne s'appliquât pas aux banquiers en valeurs. De la même façon, à la fin du mois d'août, la liquidation fut de nouveau prorogée, et ainsi de suite.

Un décret du 27 septembre 1914 sanctionna en quelque sorte l'ajournement de la liquidation : « Art. 1^{er}. — ... Sont provisoirement suspendues toutes demandes en paiement et toutes actions judiciaires relatives aux ventes et achats à terme, antérieures au 4 août 1914, de rentes, fonds d'état et autres valeurs mobilières, ainsi qu'aux opérations de report

s'y rattachant. Les sommes dues à raison de ces ventes, achats et reports seront augmentées d'un intérêt de 5 0/0 l'an.

Telle était la situation créée au début de la guerre, qui eut comme conséquence d'immobiliser pour une longue période des sommes ordinairement recouvrables de quinze jours en quinze jours, ou au plus tard de mois en mois.

Nous rappelons à l'annexe n° 4 qui se trouve à la fin du présent chapitre quels furent les moyens employés pour reprendre les transactions après 1914, en 1915 et 1916.

Les mesures que nous venons d'énumérer au sujet de la liquidation de fin juillet ne sont pas les seules qui aient été prises en ce qui concerne la question de la bourse.

Lorsque fin juillet 1914, la liquidation fut ajournée, la bourse fut fermée pendant 48 heures. Puis le 3 août on entre-bailla la porte et la bourse fonctionna « en veilleuse », c'est-à-dire avec une intensité très faible; on admit seulement aux transactions les valeurs que les agents de change jugèrent devoir y être admises et aux cours qui leur parurent acceptables. Quelques affaires y furent conclues. Remarquons que ces quelques affaires se traitèrent au comptant; il n'y avait pas lieu de traiter à terme, en effet, puisque, à cause du report de la liquidation, elles ne pouvaient se liquider à l'époque stipulée. Il y eut pourtant une exception en ce qui concerne les rentes françaises 3 0/0 et 3 1/2 amortissables; on toléra, en effet, sur ces rentes, des opérations à terme. Il s'ensuivit que les valeurs furent cotées au comptant, mais que seuls le 3 0/0 et le 3 1/2 amortissables furent en outre cotés à terme.

Dans la journée du 3 août 1914, qui a inauguré le nouveau

régime, 12 valeurs seulement furent cotées; le 5 août, 80 valeurs; 130 le 6. A la fin du mois d'août le mouvement se trouve être en diminution; le 27 août, 59 valeurs sont cotées; le 1^{er} septembre, 34; la raréfaction des transactions a pour cause nos revers de la fin d'août. La bourse est fermée pour la seconde fois à partir du 2 septembre 1914 et les agents de change se transportent à Bordeaux.

Ces mesures d'exception étaient-elles justifiées ou, au contraire, aurait-il mieux valu laisser fonctionner la bourse, comme fonctionnèrent celles de Lyon, Marseille, Toulouse, Bordeaux ?

M. Leroy-Beaulieu les a jugées comme suit (1) :

« Nous n'approuvons pas que l'on ferme la bourse; cela est injustifié. Que diverses bourses étrangères se soient fermées, cela n'est pas un modèle à suivre. Des personnes très honorables peuvent avoir besoin de se faire des fonds et de réaliser des valeurs; on n'a aucunement le droit de leur rendre cette réalisation impossible. Il est légitime, au contraire, de prendre des précautions contre... les ventes purement spéculatives ayant pour but de provoquer l'apeurement et d'en profiter. Il est loisible d'exiger des vendeurs de titres la preuve qu'ils possèdent les titres qu'ils veulent vendre... Tout ce qu'on pourrait admettre, c'est la suspension, pendant quelque temps, des opérations à terme »....

On peut dire également ceci :

La fermeture de la bourse présente pour des particuliers des inconvénients évidents. S'ils ont un besoin urgent de fonds ils risquent de tomber entre les mains d'intermédiaires de catégorie louche qui leur achèteront leurs titres avec une

(1) Voir le numéro de *l'Economiste français* du 1^{er} août 1914.

marge usuraire. On défend ou l'on croit défendre le crédit de l'Etat et les intérêts permanents du marché, en ne cotant aucun cours, mais on avilit ainsi le crédit de l'Etat en constatant que son papier est invendable et l'on détourne des acheteurs éventuels, attirés par des prix plus bas, de faire l'acquisition des titres offerts. Ils n'achètent pas de titres qu'ils savent invendables, et où ils seront bloqués. De plus, les prix, traités dans les marchés clandestins dont nous parlons, finissent par être connus et portent une atteinte bien plus grave au crédit national que ceux qu'on inscrirait au grand jour, même s'ils devaient constater une moins-value sur les cours précédents.

La conclusion c'est que, pour beaucoup, la bourse devrait fonctionner en tout temps et en toute circonstance. Par contre, il convient de faire observer que la méthode de temporisation et d'atermoiements suivie en 1914 a permis de revenir, après de longs mois, à la situation normale tout doucement et sans crise, et que, peut-être, ces mesures exceptionnelles et pour ainsi dire d'état de siège ont évité de trop fortes secousses au marché.

La fermeture de la bourse eut d'ailleurs des inconvénients particuliers pour le Trésor.

Elle a empêché le 3 1/2 amortissable émis en juillet 1914 et non encore définitivement classé, de circuler. Ceux qui avaient souscrit des titres avaient à payer :

30 0/0 (sur leur prix de souscription de 91 0/0) le 16 septembre 1914 et 30 0/0 le 16 novembre 1914.

Ceux qui n'avaient plus, par suite de la guerre générale et du moratorium des banques, de quoi faire ces versements auraient pu vendre leurs titres à la bourse à des acheteurs

décidés à se substituer à eux s'il y avait eu une bourse fonctionnant encore. De même ils auraient pu vendre des valeurs étrangères pour faire leurs versements. Rien de tout cela ne pouvait être fait.

D'autre part, l'intervention de la bourse et des agents de change eût été utile pour procurer des fonds au Trésor en l'aidant à placer le papier nouveau qu'il allait créer pour vivre et faire la guerre.

En réalité si l'on avait pris la mesure révolutionnaire de fermer à deux reprises le marché, c'est qu'on avait craint qu'une descente trop brusque et trop profonde de nos rentes fut la conséquence de la liberté des transactions.

Ou bien l'on aurait dû coter des cours élevés mais fictifs, — et n'avoir que la façade d'un marché sans pouvoir exécuter les ordres aux cours optimistes et surfaits inscrits à la cote, — ou bien l'on aurait coté des cours en dépression profonde qui eussent alarmé et démoralisé l'opinion comme un pronostic de défaite (1).

Pour terminer, indiquons les cours de quelques valeurs à la Bourse de Paris, à différentes dates de la période que nous étudions :

(1) Nous avons d'ailleurs suivi, en fermant la bourse, l'exemple de l'Angleterre. Dès le 31 juillet 1914, le Stock Exchange était fermé. Il ne devait rouvrir que le 4 janvier 1915 et encore sous réserve d'une sérieuse réglementation ayant pour objet d'interdire les affaires en spéculation ou transactions quelconques avec l'ennemi.

De plus, une cote minima était imposée à la plupart des valeurs. Le minimum pour les consolidés anglais 2 1/2 était de 66 1/2. La taxation minima fut d'abord supprimée pour les consolidés qui tombèrent le lendemain de cette suppression à 58-59, puis le 3 juillet 1916 fut abolie pour toutes les valeurs.

Indication des valeurs	Fin juin 1914	Fin	Fin	Fin	Fin
		Décembre 1914	Juillet 1915	Décembre 1915	Décembre 1916
3 0/0 perpétuel.....	83	72.10	69	63.75	61
3 0/0 amortissable.....	87	78.50	75.75	72.35	68.45
Consolidés anglais 2 1/2..	75.20	68.50	65	58 3/4	54 7/8
Oblig. Ch. de fer de l'Est					
3 0/0 anciennes.....	423		364.50	359	335.75
Oblig. Ch. de fer du Nord					
3 0/0 anciennes.....	428		365	332	342
Act. du Crédit Lyonnais.	1555	1175	1007	938	1180
Act. Banque de France..	4655	4625		4290	5035
	(31 déc. 1913)				
Act. Canal de Suez.....	4955	4200		4000	4400
	(31 déc. 1913)				

Les variations des valeurs à revenu fixe comme la rente française, les obligations des Compagnies de Chemins de fer, en dehors des raisons générales d'ordre politique, peuvent dépendre de la modification profonde qu'a amenée la guerre dans le rendement des capitaux et le taux de l'intérêt.

SECTION II

Le moratorium concernant les valeurs négociables. Quelques autres moratoires.

Nous avons vu, lorsque nous avons examiné le point de savoir s'il y avait eu en France préparation financière à la guerre, que les lois du 27 janvier et du 24 décembre 1910 avaient prévu, dans certaines éventualités, la possibilité de proroger les délais de protêt et de paiement des valeurs négociables.

Le décret du 31 juillet 1914 fixa ainsi la situation :

« Les délais dans lesquels doivent être faits les protêts et les autres actes destinés à conserver les recours pour toutes valeurs négociables souscrites antérieurement au 1^{er} août 1914, échues depuis cette date ou venant à échéance avant le 15 août 1914 sont prorogés de 30 jours francs. La même prorogation de 30 jours francs est accordée aux valeurs négociables venant à échéance avant le 15 août 1914 ».

Il fut immédiatement complété par un décret du 2 août, étendant ses dispositions à l'Algérie, et par un décret du 5 août étendant ses dispositions aux valeurs négociables venant à échéance le 31 juillet.

La loi du 5 août 1914 autorisa le Gouvernement à prendre toutes dispositions pour faciliter l'exécution ou suspendre l'effet des obligations commerciales ou civiles, pour suspendre toutes prescriptions, etc.... Elle arma, en quelque sorte, le Gouvernement et dissipa les scrupules qu'il pourrait avoir à agir seulement par voie de décret.

Le décret du 9 août 1914 contient des dispositions relatives aux valeurs négociables qui sont, d'après l'énumération qu'il donne à l'article 1^{er} : les lettres de change, les billets à ordre ou au porteur, les chèques (à l'exception de ceux présentés par le tireur lui-même), les mandats et les warrants, mais pas les valeurs négociables, émises sur le trésor public. Il contient en outre des dispositions (art. 3) relatives aux sommes dues pour avances qui ont été faites antérieurement au 1^{er} août 1914. Enfin il contient des dispositions relatives au retrait des dépôts et comptes courants (art. 4).

L'article 1^{er}, qui concerne les valeurs négociables, est ainsi rédigé : « Pour toutes les valeurs négociables échues depuis le 31 juillet 1914 inclusivement, ou venant à échéance avant

le 1^{er} septembre 1914, l'échéance est prorogée de 30 jours francs, à condition que ces valeurs aient été souscrites antérieurement au 4 août 1914 ».

Ainsi double modification quant à la situation qui existait depuis les précédents décrets : extension du moratoire aux valeurs dont l'échéance se trouve entre le 15 et 31 août d'une part; extension aux valeurs souscrites entre le 1^{er} et le 3 août inclusivement, d'autre part.

Le décret du 29 août 1914 accorde une nouvelle prorogation de 30 jours francs aux valeurs négociables échues depuis le 31 juillet, souscrites avant le 4 août et venant à échéance avant le 1^{er} octobre. Le décret comporte aussi l'extension du système des moratoires à la réalisation des crédits ouverts avant le 4 août 1914 et contient des dispositions relatives au retrait des dépôts et comptes courants. Enfin l'article 6 spécifie que les prorogations sont facultatives pour le débiteur. S'il en bénéficie, il est redevable d'un intérêt de 5 0/0.

Nouvelle prorogation par le décret du 27 septembre 1914 et extension aux valeurs venant à échéance en octobre. Pourtant, l'article 3 édicte une mesure nouvelle d'après laquelle, lorsque le dernier porteur ne s'est pas fait connaître, le débiteur peut se libérer en versant le montant de sa dette à la Banque de France, contre un récépissé payable à vue. Ce dernier sera remis au dernier porteur lors de la présentation de l'effet.

Les décrets du 27 octobre 1914, du 15 décembre 1914, du 25 février 1915 prorogent les délais existants d'une période de deux mois, et non plus d'un mois. Il en est de même du décret du 15 avril 1915 mais il édicte une règle nouvelle, dans le but de faciliter le paiement de la part du débiteur,

en forçant le porteur à se faire connaître. L'article 2, en effet, spécifie que le porteur d'un effet, prorogé à nouveau, doit aviser le débiteur qu'il est en possession de l'effet et que le paiement peut en être effectué entre ses mains. Faute pour le porteur d'accomplir ces formalités, les intérêts de 5 0/0 institués à son profit par le décret du 29 août 1914 cesseront de courir à partir du 31 mai 1915.

Le décret du 24 juin 1915 fait faire à la prorogation un nouveau bond, mais de 90 jours, cette fois; les périodes sont maintenant longues parce que l'on se rend compte au fur et à mesure que les hostilités se poursuivent, que la guerre sera plus longue que l'on ne pensait; d'autre part, on s'aperçoit que l'on ne saurait, avant la fin de la guerre, supprimer le régime d'exception en vigueur.

Le décret du 23 décembre 1915, tout en prorogeant les délais de trois mois, édicte quelques nouvelles règles; l'article 3 rend impossible de la part du porteur ou du créancier le refus d'un paiement partiel supérieur au quart du capital; l'article 5 interdit aux débiteurs fournisseurs de l'Etat le bénéfice des nouvelles prorogations. C'est donc, grâce à ces deux dispositions, un nouveau pas franchi vers le fonctionnement d'un régime d'avant-guerre. Le rapport concernant le décret signalait même que l'on voulait supprimer la prorogation des échéances, mais que certaines industries comme celles des objets de luxe, du bâtiment, de l'ameublement étaient dans une trop mauvaise situation pour que l'on puisse revenir au régime normal. Aussi maintient-on la prorogation, mais en acceptant certaines dérogations. Une disposition du décret du 18 mars 1916 indique que ce décret ne s'applique pas aux sommes payables et remboursables en Algérie qui seront soumises à un régime spécial.

Les décrets du 21 juin 1916, 19 septembre 1916, 19 décembre 1916, prorogent les échéances de trois mois; à signaler dans le dernier une disposition d'après laquelle le porteur d'un effet de commerce moratorié doit aviser le tireur que ledit effet est entre ses mains (d'après le décret du 15 avril 1915, il devait déjà avertir le tiré). Ainsi les tireurs, réglés directement par les tirés ou ayant conclu des arrangements avec eux, peuvent désintéresser les porteurs. Même prorogation de trois mois par les décrets du 17 mars et du 19 juin 1917.

Le système des moratoires concernant les valeurs négociables ne prend fin que la guerre terminée. Le décret du 29 décembre 1918 ne laisse en effet subsister le moratoire que pour quelques cas particuliers et encore fixe-t-il la prorogation maxima à 56 mois. Mais il faut ajouter que beaucoup de débiteurs, soucieux d'acquitter leur dette le plus vite possible, n'avaient pas profité du moratoire ou tout au moins ne l'avaient invoqué que pour peu de temps.

On constate ceci :

En examinant le poste du portefeuille prorogé de la Banque de France, le 13 août 1914, premier jour de son fonctionnement, le chiffre est de 2.156 millions; le 1^{er} octobre 1914, de 2.405.300.000, le 24 décembre 1914 de 3.477.700.000. Peu après le chiffre diminue grâce à d'heureuses mesures comme par exemple celle contenue dans le texte du décret du 15 avril 1915, qui oblige le dernier porteur de l'effet à se faire connaître du tiré. Le 24 décembre 1915, le montant des effets prorogés n'est plus que de 1.838.700.000, le 21 décembre 1916 de 1.341.700.000, et le 27 décembre 1917, de 1.140.800.000 (au 23 décembre 1922, il était réduit à 28.919.000 francs).

A côté de la prorogation concernant les valeurs négociables, il faut signaler d'autres dispositions moratoires : d'abord celles concernant le remboursement des obligations, des lots et des coupons. Un décret du 29 août 1914, émanant du ministère des Finances, donne la faculté aux sociétés régies par les lois françaises, aux départements, aux communes et aux établissements publics, de suspendre jusqu'à une date qui sera fixée après la cessation des hostilités le remboursement de leurs obligations, s'il y a lieu le paiement des lots y afférents, et de tout ou partie des coupons (un décret du 23 septembre l'étend aux parts de fondateur et aux dividendes); comme ces dispositions ne s'appliquaient qu'aux sommes échues ou venant à échéance dans les deux mois qui suivent la signature du décret du 29 août, les décrets du 27 octobre 1914, du 21 décembre 1914 et du 23 mars 1915 en étendent l'application aux sommes échéant postérieurement; le dernier cité l'étend même à toutes sommes échéant avant une date qui sera fixée après la cessation des hostilités.

Il faut signaler ensuite les mesures moratoires intéressant les contrats d'assurance, de capitalisation et d'épargne. Le décret du 1^{er} août 1914, qui étend, comme nous le verrons, à la délivrance des dépôts-espèces et soldes créditeurs des comptes courants les dispositions du décret du 31 juillet sur les valeurs négociables, les étend également au remboursement des bons et contrats d'assurance, de capitalisation ou d'épargne. Puis toute une succession de décrets, de même que pour les valeurs négociables, édictent de nouvelles prorogations et extensions. Pourtant, petit à petit, on tend à revenir, en matière d'assurance, au droit commun. Par

exemple le décret du 23 février 1915 décide que : « Pendant la durée de la prorogation, les entreprises doivent payer :

1° Assurances sur la vie, 20 0/0 du capital ou rachat stipulé jusqu'à concurrence de 10.000 francs et l'intégralité des rentes viagères;

2° Assurances contre les accidents de travail, l'intégralité;

.....

4° Assurances contre l'incendie : intégralité des sinistres, avec maximum de 100.000 francs;

5° En matière de capitalisation : 20 0/0 du capital des bons ou titres venus à échéance ».

Le décret du 24 avril 1915 augmente les pourcentages et élève les maxima; les décrets suivants continuent ce mouvement d'amélioration.

Enfin, il faut signaler que les prescriptions en matière civile, commerciale et administrative furent suspendues par le décret du 10 août 1914 qui s'applique également aux inscriptions hypothécaires et aux transcriptions.

Le décret du 22 août 1914, d'autre part, stipule que pendant la durée des hostilités aucune instance en déclaration de faillite ne pourra être engagée contre les citoyens présents sous les drapeaux. Signalons que la loi du 5 août 1914, article 4 avait spécifié « qu'aucune instance, sauf l'exercice de l'action publique par le ministère public, ne pourra être engagée ou poursuivie, aucun acte d'exécution ne pourra être accompli contre les citoyens présents sous les drapeaux ».

SECTION III

Le remboursement des dépôts-espèces et soldes créditeurs des comptes courants dans les banques et établissements de crédit.

L'ajournement de la liquidation de fin juillet à fin août, puis à fin septembre, etc... eut pour conséquence, nous l'avons déjà indiqué, l'immobilisation des sommes engagées en report, c'est-à-dire des sommes prêtées par certaines personnes ou établissements à des spéculateurs ou acheteurs à terme pour leur permettre de conserver leur position à la liquidation, et d'attendre la liquidation prochaine.

Il n'est pas besoin de faire remarquer que les reporteurs font une opération particulière de prêts sur titres avec un intérêt stipulé à l'avance, c'est-à-dire qu'ils font un simple placement temporaire d'une forme spéciale et il va de soi que leurs opérations n'ont aucun caractère spéculatif.

A la veille de la guerre, les reporteurs étaient certaines Compagnies d'Assurances, certaines Compagnies de Chemins de fer, diverses Compagnies industrielles et divers capitalistes, mais surtout les sociétés de crédit et les banques.

A la dernière liquidation précédant la guerre, les établissements de crédit avaient engagé leurs capitaux en reports jusqu'à la liquidation de fin juillet. Ils comptaient donc rentrer dans leurs fonds à cette liquidation, — sauf par eux à continuer les reports si cela leur convenait. Il va de soi qu'en présence des événements des derniers jours de juillet, ils n'avaient qu'un désir, celui de rentrer en possession de

leurs fonds. La liquidation étant brusquement ajournée, il y avait là, pour les reporteurs, impossibilité de toucher les sommes sur lesquelles ils comptaient comme disponibles au 31 juillet et par cela même un événement des plus graves de force majeure.

En second lieu le moratorium concernant les effets de commerce empêcha les sociétés de crédit et les banques d'encaisser les effets de leur portefeuille venant à échéance. Assurément la Banque de France aida par un large réescompte les Sociétés de Crédit à parer à cet imprévu et à se procurer des moyens de trésorerie, mais cela ne devait pas, probablement, être suffisant à tous les établissements de la place.

En troisième lieu, le décret du 9 août 1914 suspendait le remboursement des avances faites antérieurement au 1^{er} août 1914. C'était toute la catégorie des opérations d'avances sur titres qui se trouvait visée, — et toutes les sommes prêtées ainsi par les banques, qui se trouvaient immobilisées.

Dans ces conditions, les banques se trouvaient placées dans une situation tout à fait particulière. En effet les banques reçoivent des dépôts du public en compte courant, ou en compte de chèques, et pour les faire fructifier, les placent en escompte de papier de commerce ou en reports, ou en avances sur titres à court terme.

Du moment que les capitaux employés dans ces catégories de placement sont bloqués, il est évident que les banques ne peuvent plus rembourser tous leurs dépôts.

La conséquence logique des premières mesures, arrêtées pour les reports et effets de commerce, était de rendre nécessaire l'extension du moratorium aux banques et de les dispenser de rembourser leurs clients. Il fallut s'y résigner.

Ce fut une solution douloureuse, car la plupart des dépôts à vue étaient une portion non dépensée du revenu courant du public et l'avoir des comptes courants, une partie du fonds de roulement de la France, commerce et industrie. C'était un cas de force majeure.

D'autre part, il y avait un précédent. Un décret du 30 juillet 1914, pris en conformité des dispositions de la loi du 20 juillet 1895 que nous avons signalée lorsque nous nous sommes demandé s'il y avait eu en France préparation financière à la guerre, avait limité à 50 francs par déposant et par quinzaine les remboursements à effectuer par les Caisses d'Epargne ordinaires et par la Caisse Nationale d'Epargne. Cette restriction subsista jusqu'au 23 septembre 1916 avec certaines exceptions, cependant, quant aux retraits destinés à permettre au déposant de souscrire à des titres de l'Etat. Certains économistes cependant ne voulaient pas admettre la légitimité d'une mesure analogue à l'avantage des Banques et établissements de crédit, en prétextant que les déposants des Caisses d'Epargne s'attendaient bien, en temps de paix, à semblable mesure si la guerre venait à éclater puisque la clause contenue dans la loi du 20 juillet 1895, restreignant dans certaines éventualités le remboursement des dépôts, figurait sur les livrets et que, d'autre part, les déposants des caisses d'épargne touchaient un intérêt de 3 0/0 alors que ceux des banques ne touchaient généralement que 1/2 0/0, ce qui pouvait permettre, à l'encontre des premiers, certaines restrictions.

Quoi qu'il en soit, le décret du 1^{er} août 1914 applique la prorogation édictée pour les valeurs négociables par le décret du 31 juillet 1914, à la délivrance des dépôts espèces et soldes

créditeurs des comptes courants dans les banques et établissements de crédit ou de dépôt, sous les réserves suivantes :

« Tout déposant ou créiteur dont le dépôt ou solde en sa faveur sera inférieur ou égal à 250 francs aura le droit d'en effectuer le retrait intégral.

Au-dessus dudit chiffre de 250 francs, les déposants ou créiteurs ne pourront exiger le paiement, en sus de cette somme, que de 5 0/0 du surplus.

Toutefois les déposants ou créiteurs qui occuperaient un personnel d'ouvriers ou d'employés pour l'exercice d'une profession industrielle ou commerciale auront droit, sur les sommes leur appartenant, à la totalité du montant des salaires de chaque échéance de paye »... Remarquons que la dernière disposition ne concerne pas les exploitations agricoles; or, il existe beaucoup, dans les contrées viticoles notamment, de ces exploitations où le personnel est payé au moyen des retraits de fonds déposés par les propriétaires dans une agence d'établissement de crédit.

Remarquons aussi que l'indisponibilité des dépôts ne doit pas s'appliquer aux sommes que les établissements touchent du fait de la perception des coupons. Sans cela, les clients qui ont des dépôts de titres dans les banques n'auraient qu'à se faire remettre les coupons pour les encaisser eux-mêmes.

Par la suite, ce sont les mêmes décrets qui contiennent des dispositions concernant les valeurs négociables, et des mesures s'appliquant au retrait des dépôts-espèces et soldes créiteurs des comptes courants. Ils édictent des prorogations nouvelles pour les deux catégories.

En outre :

Le décret du 9 août 1914 dispose que les mesures prises

ne s'appliquent pas aux versements effectués par les déposants à partir du 2 août 1914. Il décide que les exploitations agricoles bénéficieront, comme les exploitations industrielles et commerciales, d'un droit de retrait dans la mesure des salaires à payer. Il décide que les industriels, dont les établissements ont été réquisitionnés, auront droit au recouvrement de tous les fonds leur appartenant et que les entrepreneurs de fournitures qui justifieront de commandes faites par l'Etat pour les besoins de la Défense Nationale pourront exiger le retrait de leurs fonds dans la mesure des dépenses, en sus de celles de main-d'œuvre, nécessaires pour l'exécution de ces commandes.

Le décret du 29 août 1914 stipule que tout déposant ou créateur a le droit d'effectuer sur le solde en sa faveur de son compte, le retrait de 250 francs et de 20 0/0 du surplus, sous déduction des sommes retirées depuis et y compris le 2 août 1914. Le champ des exceptions est encore élargi. Peuvent opérer le retrait, jusqu'à concurrence de 60 0/0 du solde créateur à la date du 2 août 1914, les industriels pour une somme correspondant à l'acquisition des matières premières, toutes personnes qui ont en vue le paiement des impôts directs ou indirects.

Ajoutons que le décret du 29 août 1914 décide que les établissements de crédit et les banques sont redevables d'un intérêt de 3 0/0 à dater du 1^{er} août 1914, mais seulement pour la partie indisponible du dépôt ou du solde du compte.

Le décret du 27 septembre 1914 porte à 25 0/0 le pourcentage de retraits pour la fraction dépassant 250 francs; le décret du 27 octobre 1914 établit de nouveaux chiffres : retrait possible de 1.000 francs, plus 40 0/0 du surplus pendant le mois

de novembre et 50 0/0 du surplus pendant le mois de décembre. Naturellement, il faut tenir compte pour connaître les retraits que l'on peut faire, de ce que l'on a déjà récupéré d'après les décrets précédents. Ce chiffre ne fut pas modifié ultérieurement.

Ces retouches, toutes dans l'intérêt du déposant, puisqu'elles amélioreraient sa situation, montraient bien l'intention du Gouvernement d'atténuer les rigueurs de la première disposition. Elles étaient rendues possibles parce que les établissements qui auraient pu être atteints à la déclaration de guerre sous le coup des mesures qui les empêchaient de recouvrer leurs créances, avaient peu à peu retrouvé l'équilibre grâce à leur effort propre, grâce aussi à l'aide efficace de la Banque de France aussi bien par le réescompte que par le secours qu'elle apportait aux agents de change pour leur faciliter le remboursement des reports, grâce enfin à l'amélioration de la situation, à la bourse.

Aussi, parallèlement à ce qui s'était passé au sujet de l'ajournement de la liquidation de fin juillet et de l'immobilisation des sommes engagées en report, les intéressés n'attendirent pas les dispositions des pouvoirs publics rétablissant l'ordre normal des choses, pour rembourser les dépôts et soldes créditeurs. M. Pallain, dans son discours à l'assemblée des actionnaires de la Banque de France, le 27 janvier 1916, déclarait : « L'année 1915 a vu une reprise d'activité; par suite de la renonciation des banques au moratorium des dépôts et comptes courants, la circulation des capitaux a repris ».

Quant à la Banque de France, les événements amenèrent une augmentation de son chapitre de comptes courants et de dépôts qui passèrent

du 30 juillet 1914.....	fr.	947.600.000
du 13 août 1914 à.....	fr.	1.333.900.000
au 1 ^{er} octobre 1914 à.....	fr.	2.700.000.000
et fin décembre 1915 à.....	fr.	2.940.000.000

SECTION IV

L'aide apportée au crédit par la Banque de France

L'aide indirecte au crédit par le secours porté aux établissements de crédit. — Fin juillet 1914, les établissements de crédit, qui étaient l'objet de nombreuses demandes de remboursement de la part de leurs déposants, s'adressèrent à la Banque de France pour lui demander le réescompte d'une partie de leur portefeuille. Rien ne peut montrer mieux l'intensité de cette demande que la comparaison suivante des chiffres du portefeuille.

Au 27 juillet 1914, le portefeuille n'était que de 1.582 millions
au 1^{er} août 1914 le portefeuille atteignait.... 3.041 —
le 13 août 1914 le portefeuille atteint plus de... 4.000 —

augmentation due, pour la plus grande part, au réescompte des effets des banques et établissements de crédit (1).

Le 13 août, comme nous l'avons déjà signalé, est créé le poste des effets prorogés qui s'inscrit, dès le premier jour de son existence pour 2.156 millions.

Le 1^{er} octobre 1914, le portefeuille total atteint son maximum avec le chiffre de 4.476 millions, dont 2.405.300.000 pour le portefeuille prorogé.

(1) Chiffres empruntés à l'ouvrage d'André Théry : *Les grands établissements de crédit français avant, pendant et après la guerre.*

Le 24 décembre 1914 le portefeuille total est de 3.735.983.300 (dont 3.477.683.300 pour le portefeuille prorogé et 258.300.000 pour le portefeuille non prorogé).

Le 24 décembre 1915, il est de 2.233.176.500, dont 1.838.376.500 pour le portefeuille prorogé et 394.800.000 pour le portefeuille non prorogé.

Fin 1916, il est de 1.934 millions (dont 1.340 pour le portefeuille prorogé et 594 millions pour le non prorogé).

Au début d'août, la Banque de France a donc ainsi pratiqué un large réescompte, et elle a aidé naturellement puissamment les Banques. Cependant, malgré l'importance des services donnés qui résulte des chiffres ci-dessus, la Banque de France avait été obligée de restreindre légèrement ses réescomptes.

Ces restrictions ont donné lieu sur le moment et surtout rétrospectivement à des observations et à des discussions. Certains publicistes et certains financiers ont soutenu que, si la Banque de France avait réescompté, au début d'août, pour ainsi dire à discrétion et à guichets ouverts, tout le papier bancable qui lui était apporté, on aurait pu éviter au pays les conséquences si graves pour lui du moratorium des banques.

Par contre, on a fait valoir qu'il fallait avant tout sauvegarder le crédit national qui reposait sur la valeur du billet de la Banque de France, et que tout soupçon sur la qualité du papier escompté par cette dernière aurait pu atteindre aux premières heures de la guerre notre change et notre crédit.

La circulation des billets, déjà augmentée par le fait des avances à l'Etat d'une manière si rapide et si redoutable, aurait été alors suspecte à l'étranger.

La Banque de France avait aussi restreint l'escompte et le

réescompte par des modifications apportées dans le taux d'escompte. Le taux, le 30 juillet, était de 3 1/2 0/0 (il avait été abaissé de 4 1/2 à 3 1/2 le 29 janvier 1914, en raison de l'amélioration de la situation monétaire). Dans la plupart des autres pays, il était de 4 0/0; en Suisse il était de 3 1/2 0/0, en Italie de 5 0/0.

Le 30 juillet, en présence de demandes d'escompte, on l'éleva à 4 1/2 0/0 et le 1^{er} août à 6 0/0. Au contraire, le 20 août, malgré l'importance du portefeuille, il fut abaissé à 5 0/0 et resta à ce chiffre pendant toute la période qui nous occupe (1).

En Angleterre, il est passé à 4 0/0 le 30 juillet, à 8 0/0 le 31 juillet, à 9 0/0 dans la matinée du 1^{er} août, à 10 0/0 dans l'après-midi du même jour. Il redescend à 6 0/0 le 6 août, à 5 0/0 le 7 août. Le 13 juillet 1916, il est de nouveau élevé à 6 0/0. En janvier 1917, il est abaissé à 5 1/2.

En Allemagne, de 4 0/0, le taux monte à 5 0/0 le 31 juillet, à 6 0/0 le 3 août.

En Suisse, bien qu'il s'agisse d'un pays neutre, le taux s'élève; il passe de 3 1/2 0/0 à 4 1/2 0/0 le 30 juillet, à 5 1/2 le 1^{er} août, à 6 0/0 le 3 août et redescend à 5 0/0 en septembre 1914.

Les Sociétés de Crédit purent, fort heureusement, reprendre rapidement le rôle important qu'elles jouent dans notre activité nationale.

Le chiffre de leurs dépôts fut passagèrement plus faible. La guerre amène des habitudes de thésaurisation, — le placement en bons de la Défense Nationale absorbait les disponibilités du public, et malgré tout, le souvenir du moratorium

(1) Le 8 avril 1920, le taux d'escompte de la Banque de France est porté à 6 0/0.

subsistait un peu. Le portefeuille pour le groupe Crédit Lyonnais, Société Générale, Comptoir National d'Escompte, Crédit Industriel et Commercial, et Banque Nationale de Crédit était au 31 décembre 1915 de 2.176 millions, 2.881 fin 1916 — 4.389 fin 1917 (voir p. 71, le portefeuille avant la guerre).

Remarquons que la réduction de l'escompte dans les premiers temps de guerre, était due à des causes particulières.

La prorogation des échéances des effets de commerce de souscription antérieure au 4 août 1914 avait amené une transformation des transactions commerciales. Le moratorium n'atteignait pas les effets créés postérieurement à cette date, c'est vrai, mais l'on craignait vaguement une extension de ce moratorium en cas de revers et toutes les transactions, pour ainsi dire, se firent au comptant.

Il en résulta une diminution immédiate de la matière escomptable. De plus, l'augmentation de la circulation des billets créa, malgré la thésaurisation des espèces, une abondance considérable des disponibilités.

La raréfaction des effets à escompter et l'abondance de ces disponibilités amenèrent aussi la baisse de l'intérêt et du taux d'intérêt de la Banque de France.

Revenant sur le rôle de la Banque de France au début des hostilités et résumant ce rôle, M. Ribot, à la Chambre des Députés, le 22 décembre 1914, disait : « On parle de l'aide de la Banque d'Angleterre qui a pris charge des acceptations des différentes banques, mais la Banque de France a fait un effort aussi formidable ».

L'aide directe de la Banque de France au Crédit pendant la guerre. — Elle se manifesta à l'intérieur principalement de

deux façons : par l'escompte direct de papier bancable aux banquiers, aux industriels et aux commerçants, et par des prêts à la Chambre Syndicale dont il est question plus haut.

Quand la Banque de France, au début d'août, limita le réescompte, elle limita aussi l'escompte, mais pas cependant pour les besoins indispensables des commerçants et industriels tels que les demandes de fonds pour acheter des matières premières ou pour payer les salaires. Elle escompte même pour cette catégorie de dépenses des effets bénéficiant de la prorogation (c'est-à-dire créés avant le 4 août). Dans une circulaire du 24 novembre 1914 aux directeurs de succursales, le Gouverneur de la Banque de France engagea ceux-ci à « pratiquer largement l'escompte pour assurer le maintien et le développement de l'activité économique ».

Dans la même circulaire, il est question des avances sur titres. Ces avances sont de deux catégories, les unes concernant les négociants, les autres concernant les particuliers. Au moment de la déclaration de guerre, ces deux catégories d'emprunteurs s'étaient précipitées vers la banque pour obtenir des avances sur titres, mais la Banque de France décida de fixer le maximum pour une même personne, à 5.000 francs, quelle que fût la valeur des titres en gage. Dans la circulaire du 24 novembre 1914, M. Pallain porta le maximum à 10.000 francs pour les particuliers et supprima toute limitation quant aux « prélèvements demandés par les commerçants et industriels pour les besoins certains de leurs affaires ».

Le taux des avances sur titres subit comme celui de l'escompte un certain nombre de modifications. Il était de 4 1/2 0/0 avant la guerre, il passa le 30 juillet à 5 1/2 0/0;

le 1^{er} août à 7 0/0, redescendit le 20 août à 6 0/0 et resta à ce chiffre pendant la période qui nous occupe.

On a beaucoup discuté sur la question de savoir si ces différents régimes de moratorium étaient indispensables et si l'on a eu raison d'y avoir recours.

Le moratorium des valeurs négociables était prévu par deux lois de 1910. Le décret qui l'instituait était donc, en droit, inattaquable. De plus, il paraît indispensable, en fait, en raison de la situation des mobilisés et de l'invasion.

L'ajournement de la liquidation était nécessité par l'impossibilité dans laquelle se trouvaient la plupart des spéculateurs de régler leurs différences en raison de l'effondrement des cours résultant de la guerre.

Le moratorium des dépôts et comptes courants a été institué par un acte discutable en droit, aucune disposition législative ne permettant, dès le temps de paix à un décret d'édicter semblable mesure si la guerre était déclarée. Toutefois, en fait, il était probablement indispensable. Peut-être peut-on dire que les pouvoirs publics ne se sont pas assez hâtés de prendre les mesures nécessaires pour préparer avec les transitions indispensables le retour au régime normal (1).

(1) En Angleterre, d'ailleurs, les moratoires n'ont pu être évités pendant quelques mois, et pourtant le pays n'était pas frappé comme le nôtre par l'invasion; d'autre part, les Anglais n'avaient pas, au début, deux millions d'hommes sur le front de combat. La prorogation des valeurs négociables fut instituée ainsi que le moratoire des chèques et effets à vue (moyen de retirer les fonds en dépôts et en comptes courants).

Cependant, en Allemagne, il n'y eut pas de moratorium général. Les juges acquirent le pouvoir d'accorder des délais aux débiteurs. Il faut dire aussi que l'existence des caisses de prêts permettait aux débiteurs de trouver des ressources pour s'acquitter de leurs dettes.

ANNEXE N° 4

Comment put-on sortir de cette sorte de paralysie et s'efforcer de revenir à une situation à peu près normale ?

Tout d'abord, en novembre 1914, imitant une mesure anglaise, la Banque de France consentit à prêter aux agents de change, sous la garantie solidaire de la Chambre Syndicale une somme de 200 millions qui devait servir à faire, aux reporteurs voulant en bénéficier, une avance égale à 40 0/0 de la valeur des titres reportés, lesquels titres devaient constituer la garantie de la Banque de France pour le remboursement de l'avance. Les titres faisant l'objet du report étaient déposés à la Banque avec le consentement du reporteur. Cette mesure n'eut pas le succès qu'on en escomptait, peut-être parce qu'elle ne s'étendait pas à la coulisse. Une part seulement des 200 millions offerts par la Banque fut employée.

Le décret du 14 septembre 1915 faisait un pas nouveau vers l'assainissement de la situation ; l'amélioration était indispensable, car le premier emprunt de guerre allait forcément être souscrit très prochainement. Voici l'analyse de ce décret (d'après l'*Economiste Français* du 25 septembre 1915).

« Le décret a pour effet de faire établir des cours de compensation le 30 septembre courant (1915), qui serviront de base pour le calcul des différences dues entre les cours de compensation de la dernière liquidation ou ceux des opérations faites entre cette date et la fermeture du marché à terme en 1914, et les cours de compensation qui vont être fixés.

Les comptes ainsi établis présenteront un solde débiteur ou créditeur suivant les cas, résultant des différences de cours

et du calcul des intérêts moratoires; ils ne comprendront, en principe, aucune écriture résultant du mouvement de titres (levée des titres achetés, livraison des titres vendus) les positions et les reports restant moratoires, c'est-à-dire devant être prorogés tant que le nouveau décret restera en vigueur. Les mouvements de titres ne seront que facultatifs.

Les clients dont les comptes seront débiteurs, s'ils ne peuvent régler de suite leurs différences intégralement, pourront invoquer le moratorium et dans ce cas seront tenus de payer le jour des règlements de la liquidation de fin septembre :

tous les intérêts moratoires;

1/10^e des différences qu'ils doivent.

Ils seront tenus de payer chaque 1/10^e de leur dette de mois en mois, de façon qu'elle soit éteinte au plus tard fin juin 1916.

Moyennant le règlement du débit dans les conditions ci-dessus indiquées et des comptes de liquidation qui suivront celui du 30 septembre aux dates usuelles, les clients peuvent exiger de leur courtier le maintien intégral de leur position.

Par contre, le défaut de paiement de leur part donne droit au courtier de liquider leur position.

Quant aux débiteurs sous les drapeaux ou habitant les territoires envahis qui ne peuvent faire face à leurs engagements, ils sont dégagés pendant toute la durée du moratorium de la totalité de leur dette »...

On ne peut pas dire que ce décret règle la question de la liquidation. Il reporte automatiquement la liquidation de mois en mois; les clients peuvent exiger le maintien intégral de leur position à condition de payer les intérêts moratoires

et de régler leurs différences par acomptes successifs. Pourtant cette fixation de cours de compensation et cette obligation de payer les différences prouvent bien qu'il y a un sérieux acheminement vers une marche normale.

D'ailleurs, les intéressés obéirent non seulement au décret, mais encore allèrent au-delà de ses désirs. Bien que les agents de change fussent provisoirement dispensés de prendre livraison, la Chambre syndicale décida de ne point se prévaloir du moratorium sauf pour quelques cas particuliers; les agents de change purent rembourser les reports et ainsi faire cesser l'immobilisation des capitaux dont souffraient particulièrement les établissements de crédit. Ils le purent, grâce à l'émission de 75 millions de bons 6 0/0, grâce à une convention passée avec la Banque de France, d'après laquelle le chiffre des avances que ferait cet établissement serait porté de 200 millions (convention de novembre 1914) à 250 millions, grâce à 75 millions de bons du Trésor sans intérêts renouvelables tous les trois mois pendant deux ans qu'ajoute le Trésor; toutes ces mesures datent du 30 septembre 1915.

Ainsi ce n'est pas une disposition des pouvoirs publics qui a pu régler la question si délicate de la liquidation, c'est uniquement la volonté de la Chambre Syndicale qui n'a pas voulu tenir compte du décret du 14 septembre; les agents de change ont voulu hâter la solution et devancer les pouvoirs publics.

Naturellement, il fallut, pour effectuer cette marche rapide, la collaboration de la Banque de France, de l'Etat, pressé d'assainir la situation à la veille d'émettre un emprunt, qui prêtèrent à la Chambre Syndicale les sommes que celle-ci n'avait pas.

La coulisse des valeurs dut être aidée par la Chambre Syndicale. Celle-ci lui avança 35 millions pour l'acquittement de ses différences et sur ces 35 millions, 5 millions furent destinés à la coulisse des rentes.

Signalons enfin que le 17 septembre 1915, la Chambre Syndicale des agents de change annonçait la réouverture du marché à terme à partir du 20, mais uniquement pour les négociations relatives à la liquidation. Une décision analogue était d'ailleurs prise sur le marché en banque. La bourse resta encore longtemps fermée aux opérations à terme.

CHAPITRE IV

LES PREMIÈRES RESSOURCES DE L'ÉTAT PENDANT LA GUERRE

Les ressources principales de l'Etat pendant la guerre furent de deux catégories différentes :

a) Produit des impôts directs et indirects, des monopoles et revenus des domaines, c'est-à-dire les ressources ordinaires;

b) Des ressources anormales, de beaucoup les plus importantes, obtenues par des emprunts faits soit à la Banque de France, soit à des collectivités françaises ou étrangères, soit au public français ou étranger. Nous ne parlerons pas, pour le moment, des ressources provenant de l'étranger, car nous les examinerons dans la deuxième partie de notre étude. Les emprunts à l'intérieur, au public et aux collectivités, furent de deux catégories : les emprunts à long terme et les emprunts à court terme. L'étude des premiers fera l'objet de notre troisième partie. Les seconds comprennent principalement les emprunts au moyen des bons et des obligations.

Nous n'étudierons dans ce chapitre, au titre des ressources de l'Etat pendant la guerre que : les impôts, monopoles et revenus des domaines, les avances de la Banque de France à l'Etat et leurs conséquences quant à l'augmentation de la

circulation des billets, les bons et les obligations. Avant d'aborder ces ressources successives, nous discuterons le point de savoir comment on doit financer la guerre.

Ce chapitre sera donc divisé en cinq paragraphes :

- § 1^{er}. — Comment financer la guerre.
- § 2. — Les recettes fiscales françaises pendant la guerre de 1914 (jusqu'au 1^{er} avril 1917).
- § 3. — Les avances de la Banque de France à l'Etat et leurs conséquences, dans la même période.
- § 4. — L'émission des Bons de la Défense Nationale.
- § 5. — L'émission des Obligations de la Défense Nationale.

§ 1^{er}. — *Comment financer la guerre.*

La question a toujours été discutée de savoir si les dépenses de guerre doivent être couvertes, même au prix des plus grands sacrifices, par des recettes ordinaires de l'Etat, c'est-à-dire par les impôts, produits des monopoles et des domaines, ou si au contraire l'Etat doit faire appel, pour y faire face, à des ressources d'emprunt.

Avant la guerre de 1914, il y avait des défenseurs de l'une et l'autre thèse.

Les partisans de l'idée que les dépenses de guerre doivent être couvertes par les impôts invoquaient les arguments suivants :

1° Ce sont ceux qui font les dépenses qui doivent en supporter les conséquences. La guerre profitant à la génération qui la fait, il n'est pas juste que ce soient les générations futures qui en payent les frais ; or, il en serait ainsi si l'on

faisait appel à des ressources d'emprunt, puisque l'obligation pour l'Etat de payer pendant longtemps les arrérages, d'amortir, s'il est raisonnable, au bout d'un certain temps, une partie de sa dette, l'obligerait dans l'avenir à augmenter les charges des contribuables;

2° Peut-être, après la guerre, l'Etat aura-t-il besoin d'emprunter pour reconstituer son matériel de guerre, pour permettre la reconstitution des régions qui ont particulièrement souffert de la guerre. Il trouvera alors facilement de nombreuses ressources et dans des conditions avantageuses pour lui si le marché n'a pas été fatigué pendant la guerre par des emprunts, c'est-à-dire si l'Etat a payé ses frais de guerre avec des ressources ordinaires. Au contraire, si de nombreux capitaux ont été aspirés par des emprunts de guerre, il y aura après les hostilités, difficulté pour l'Etat d'en retrouver de nouveaux et cette difficulté se traduira par des conditions onéreuses pour l'Etat s'il veut faire un emprunt nouveau;

3° L'impôt est un prélèvement sur le revenu des particuliers. Il diminue donc la capacité d'achat de ceux-ci. Or c'est précisément le moment où l'Etat est obligé d'acheter de tout, pour soutenir la lutte, ou en raison de ses attributions multiples du temps de guerre. Si les particuliers peuvent moins facilement acheter, l'Etat en profitera puisqu'il rencontrera moins de concurrents.

Au contraire, les partisans de l'idée que les dépenses de guerre doivent être couvertes par des ressources d'emprunt, invoquent les raisons suivantes :

1° Il n'est pas juste de soutenir, disent-ils, que la guerre profite seulement à la génération qui la fait. Elle profite aussi aux générations suivantes et celles-ci, qui n'ont pas participé

à la lutte, qui n'ont pas souffert, qui n'ont pas risqué leur vie dans la lutte devraient payer leur participation aux avantages plus que la génération qui a lutté. Les emprunts de guerre sont logiques à ce point de vue puisqu'ils équilibrent avec équité les charges en les faisant, en partie, peser sur l'avenir;

2° Les impôts sont longs à recouvrer, surtout s'il s'agit d'impôts nouveaux; les fonds d'emprunt, au contraire, rentrent très vite dans les caisses de l'Etat. Les dépenses ne pouvant attendre, il est préférable d'emprunter;

3° Les impôts sont limités et offrent des ressources restreintes en face des dépenses de guerre trop fortes, et infiniment disproportionnées aux charges. Il y a nécessité de recourir à l'emprunt qui, lui, offre des fonds beaucoup plus considérables et presque sans limite.

En Angleterre on a toujours été partisan du système héroïque du paiement des frais de guerre par des ressources d'impôt. Mais il était reconnu qu'en cas d'insuffisance ou bien lorsque les ressources de cette catégorie se faisaient trop attendre on pouvait émettre des emprunts à court terme. L'expédition de Crimée (1855) fut payée en grande partie par les rentrées d'impôts qui furent augmentés en la circonstance mais aussi par les ressources que procura le placement de bons à court terme; — il en fut de même pour la guerre du Transvaal.

Aux Etats-Unis, une théorie était très répandue d'après laquelle on devait financer la guerre avec des impôts seulement. Elle s'expliquait parce que dans ce pays riche un accroissement d'impôts peut se traduire par des milliards en plus de recettes.

En France, on admettait généralement que le premier système — celui de la couverture des charges par l'impôt — était acceptable quand les dépenses n'étaient pas trop lourdes, c'est-à-dire quand il s'agissait d'une guerre coloniale.

Mais, pendant la guerre de 1914, les partisans de l'impôt, même en Angleterre, durent reconnaître la nécessité d'emprunts de guerre. Les dépenses étaient trop démesurées pour que l'on pût songer un seul instant à se passer d'emprunts. Sur ce point, tous les pays suivirent la même route ne se séparant dans leur voie que sur la question de savoir dans quelle mesure l'effort fiscal pourrait soutenir l'appel aux prêteurs. La pratique suivie en France, en Italie et en Russie, consista pendant la guerre à se procurer les fonds nécessaires à la guerre au moyen d'emprunts et à gager par des suppléments d'impôts (augmentation des impôts anciens, création d'impôts nouveaux) les arrérages de ces emprunts.

En Angleterre, au contraire, on voulut faire jouer aux impôts un rôle plus important et ne pas en limiter l'utilisation au paiement des arrérages des rentes nouvelles.

En Allemagne, on fit une distinction entre le budget ordinaire, qui contenait les prévisions de dépenses du temps de paix, et le budget extraordinaire se rapportant aux dépenses de guerre. Tout ce qui touche le deuxième budget est alimenté par des ressources d'emprunt. On laisse pendant longtemps en Allemagne le contribuable soumis aux mêmes obligations fiscales que celles du temps de paix, sans lui demander un effort supplémentaire. La politique financière était basée sur la certitude de la victoire. Ils étaient sûrs que leurs emprunts seraient remboursés grâce aux indemnités énormes qu'ils n'auraient pas manqué de faire payer aux vaincus, si le sort

des armes leur avait été favorable. Ce n'est qu'en 1916 que quelques impôts furent relevés et d'autres créés.

Au début de la guerre, on compte en France des rentrées de fonds ayant les origines suivantes :

1° Revenus fiscaux, produit des monopoles et des domaines;

2° Versements au 3 1/2 0/0 amortissable émis en juillet;

3° Les avances de la Banque de France.

Nous ne comptons pas les bons du Trésor qui ne constituaient à ce moment-là qu'un moyen pour le Trésor d'anticiper sur les rentrées fiscales et qui étaient peu importantes.

On fit, bien entendu, sans cesse, appel aux avances de la Banque. A partir du 13 septembre 1914 la création de bons du Trésor d'un genre particulier, les bons de la Défense Nationale, en développant considérablement le champ dans lequel les bons pouvaient être placés, créa un puissant moyen de se procurer des ressources. Les bons en circulation augmentèrent rapidement dans des proportions très considérables, et perdirent, naturellement, le caractère de moyen d'anticipation des recettes budgétaires.

L'idée de rembourser ces bons avec les recettes fiscales n'était plus à envisager en raison du chiffre de leur circulation à prévoir, — bien qu'à leur création on n'ait pu deviner l'extension démesurée et dangereuse de la circulation de ces bons.

On éloignait toute idée de remboursement par l'impôt puisque les bons donnaient à leur propriétaire un droit de préférence dans les emprunts consolidés de l'Etat et que leur montant était reçu comme espèces dans la souscription à ces emprunts.

Les obligations de la Défense Nationale, créées principalement en février 1915, apportèrent des ressources importantes au Trésor. Enfin, il faut citer les apports des emprunts à long terme de 1915 et 1916, les seuls qui aient été émis dans la période qui nous occupe.

§ 2. — *Les recettes fiscales françaises pendant la guerre de 1914 (jusqu'au 1^{er} avril 1917)*

Pour se rendre compte de l'effort fiscal d'une nation, il faut pouvoir comparer les impôts dont elle frappe ses citoyens avec la fortune de ceux-ci. Il ne suffit donc pas de savoir que l'Etat a perçu tant d'impôts telle année, car c'est une proportion, en effet, qui, seule, est intéressante à connaître. C'est pour cela que nous allons commencer ce paragraphe en indiquant quelle était la richesse des habitants de la France avant la guerre.

D'après M. Leroy-Beaulieu (1) l'ensemble des revenus privés était pour la France d'environ 27 à 28 milliards de francs (naturellement, il faut penser que ce sont des francs d'avant 1914), alors que le revenu des habitants de Grande-Bretagne était évalué à 60 milliards et celui de tous les Allemands à 39 milliards environ.

Dans le chapitre premier, nous avons donné le tableau des recettes prévues dans le budget de 1914. En temps ordinaire, sans doute, les prévisions sont rarement justifiées par les faits, mais la différence entre les évaluations d'une part et les sommes encaissées d'autre part, quel que soit le sens de

(1) Voir *Economiste Français* du 3 janvier 1914.

l'erreur, n'est jamais considérable. Il ne devait pas en être de même en 1914, les recettes des cinq derniers mois étant bien inférieures aux prévisions.

En ce qui concerne les contributions directes (1), les causes des moins-values pour les mois de la guerre, en 1914, sont évidentes : c'est l'occupation de nos départements du nord et de l'est, c'est l'incorporation des contribuables qui sont mobilisés, c'est l'exode des familles qui ont fui devant l'invasion, c'est la diminution des affaires d'un grand nombre de patentables, c'est la modération dans les recouvrements, ordonnée, et avec raison, aux agents de l'État.

Pour les contributions, l'importance du déficit est très grande. D'habitude, les rentrées sont assez fortes dans les mois d'août, septembre, octobre, à tel point même que l'on compte pendant ces trois mois percevoir les 4,54/12 des contributions annuelles, alors que, si les recettes étaient réparties également sur tous les mois de l'année, on ne devrait percevoir que les 3/12.

Or en 1914, août ne donne que 0.20/12, septembre 0.76/12 et octobre 1.09/12 ce qui fait pour les trois mois une proportion de 2,05/12 seulement au lieu de 4,54/12. On estime d'ailleurs que pour l'ensemble des cinq mois de guerre il y a en 1914 28 0/0 de diminution dans la perception par rapport à une époque normale.

Passons maintenant aux recouvrements de l'enregistrement pendant les mois de guerre de 1914. D'après M. Ribot (22 décembre 1914) la moins-value serait de 64 0/0 sur les recouvrements de 1913 et les évaluations budgétaires. Les diffé-

(1) Il faut noter qu'en ce qui concerne les contributions directes, c'était la législation ancienne, dite des « quatre vieilles » qui était en vigueur.

rents compartiments de l'enregistrement sont d'ailleurs atteints inégalement.

Par exemple, la moins-value est relativement faible pour les droits de mutation à titre onéreux des valeurs mobilières, car ils sont payés, pour les titres au porteur, d'après le cours moyen de la valeur pendant l'année précédente et indépendamment de toute transaction; donc ni la baisse des cours qui se produisit en 1914, ni l'arrêt presque forcé des transactions n'eurent de conséquence, pour les titres au porteur, sur les perceptions de l'enregistrement. Au contraire, moins-value importante pour les mutations de biens par décès, car les héritiers éprouvent des difficultés à se libérer de leur dette vis-à-vis de l'Etat; moins-value plus forte encore (73 0/0) pour les mutations entre vifs à cause de la diminution du nombre des ventes.

Les produits du timbre vont aussi en diminuant.

La perception de l'impôt sur les opérations de bourse ne donne presque rien, à cause de la fermeture temporaire de la bourse de Paris, de son peu d'activité lorsqu'elle est ouverte en août et en décembre et du ralentissement des transactions dans les autres bourses.

L'impôt sur le revenu des valeurs mobilières ne présente qu'une diminution de 7 0/0. C'est que la loi du 29 mars 1914, qui faisait entrer en application deux cédules du projet Cailiaux de 1907 (revenus des propriétés foncières bâties et non bâties, revenus des capitaux mobiliers), contenait des dispositions nouvelles, au sujet des fonds d'Etat étrangers et des valeurs non abonnées étrangères, applicables à partir du 1^{er} juillet 1914. Les coupons de ces valeurs étaient frappés de

l'impôt cédulaire qui pouvait être perçu de façons diverses (1).

Les revenus des douanes sont en grosse diminution, pour deux raisons principales : la suppression de droits à l'importation pour les produits nécessaires à la guerre et puis la prohibition d'exportation de certaines marchandises que l'on veut retenir en France parce que utiles à la défense nationale. C'est ainsi que les droits à l'importation ont subi une diminution de 56 0/0 environ, et pourtant, dans ce compartiment, le rendement des droits sur les sucres présente une augmentation de 40 0/0, provenant de ce que les sucres nationaux, en raison de l'invasion, deviennent tout à fait insuffisants.

Les impôts indirects sont engagés aussi dans le mouvement de fléchissement. La diminution est de 34 0/0 en moyenne pour les cinq derniers mois de 1914. La moins-value est de 78 0/0 pour l'impôt sur la bière, parce qu'une grande partie de la région productive et consommatrice de bière est envahie; pour les sucres, de 55 0/0 (les sucres indigènes diminuent considérablement quant à la quantité fabriquée); pour les alcools de 47 0/0 à cause des restrictions imposées : par exemple, interdiction de la vente de l'alcool, interdiction d'ouvrir les débits de boisson à certaines heures, enfin un grand nombre de consommateurs sont mobilisés.

Les produits des domaines se divisent en :

Produits du domaine forestier;

Produits du domaine non forestier.

Les premiers sont en très importante moins-value dans les

(1) Soit par voie de retenue sur les coupons ou arrérages, passant en France, soit par apposition de timbres mobiles, soit par déclaration des revenus encaissés, pour les coupons et arrérages encaissés à l'étranger.

premiers mois de guerre, à cause de l'occupation par l'ennemi d'une partie de nos forêts, de l'exploitation restreinte de celles qui nous restent et de la faculté donnée aux acquéreurs de coupes de bois de ne se libérer que trois mois après la fin des hostilités.

Les seconds, au contraire, sont, à cause même de la guerre, en augmentation, car l'Administration des Domaines est chargée de vendre les chevaux réformés, les cuirs et objets dont l'armée ne se sert plus.

Signalons enfin, en terminant avec les moins-values dans les mois de guerre de 1914, que la moins-value existe aussi quant aux recettes des postes, télégraphes et téléphones.

Examinons maintenant les ressources fiscales en 1915 : Dans les premiers mois de 1915 nous constatons, en ce qui concerne les contributions directes, que la moins-value (1), signalée pour les mois de guerre de 1914, s'accroît, par suite surtout du retard apporté dans la publication des rôles, par suite aussi de la difficulté d'action des comptables et de l'amointrissement de certains revenus, celui des propriétaires fonciers, notamment, qui rendait difficile le paiement de l'impôt. Mais à partir de juillet, la moins-value diminue.

Les recettes de l'Enregistrement se sont relevées notablement, principalement l'impôt sur les mutations à titre onéreux des valeurs mobilières et les droits de mutation par décès qui commencent à être payés plus régulièrement. Les ventes d'immeubles avaient pour ainsi dire complètement cessé à partir du 1^{er} août 1914. Elles reprennent un peu à

(1) Par moins-value, nous entendons maintenant la différence entre les recettes d'une époque normale et les recettes pendant la guerre. L'époque normale est l'année 1913 s'il s'agit de comparaisons d'années, — les mois correspondants de 1914 pendant lesquels les hostilités n'avaient pas lieu, ceux de 1913 s'il s'agit des cinq derniers de l'année.

partir de janvier 1915. Les mutations à titre onéreux d'immeubles et droits immobiliers donnent environ un million de recettes en janvier 1915, un million et demi en février, près de 2 millions en mars (ajoutons que, en mars 1914 ces ventes avaient donné 15 millions) (1).

Le produit de l'impôt sur les opérations de bourse se relève un peu en 1915. Il atteint, pour toute l'année : 1.273.500 fr. alors que pour les trois premiers mois il n'atteignait que 137.000 francs, chiffre qui était bien inférieur au quart du premier.

L'impôt sur le revenu des valeurs mobilières présente toujours une plus-value en raison de l'application de la loi du 29 mars 1914.

Les revenus des douanes sont en augmentation. M. Ribot, dans l'exposé des motifs de la loi du 29 décembre 1915 relative aux crédits provisoires afférents au premier trimestre de 1916, annonçait même que pour le dernier trimestre de 1915, le produit des douanes présenterait une plus-value de 27 0/0. Ceci était dû pour une petite part à la reprise des exportations d'objets dont la sortie n'était pas interdite, mais surtout aux achats de plus en plus nombreux, faits à l'extérieur, de produits ne bénéficiant pas de la franchise douanière.

Il y a léger relèvement des revenus provenant des impôts indirects.

Voyons les ressources fiscales en 1916.

Il y a toujours déficit des contributions directes ordinaires, mais les rentrées s'effectuent cependant de mieux en mieux. Il faut signaler pendant cette année deux efforts fiscaux importants, alors que pendant les mois de guerre de 1914

(1) Voir le bulletin de statistique et Législation comparée, 1915, t. I, p. 302.

et l'année 1915, il n'y avait eu aucune création d'impôts nouveaux, aucune augmentation d'impôts anciens. C'est que l'on avait craint dans cette première période de ranimer les violentes discussions de fin 1913 et du débat de 1914 au sujet de bouleversement du système fiscal, de rompre de ce fait l'union sacrée et par suite de nuire au succès des bons de la Défense Nationale; c'est aussi que l'on trouvait difficile de demander au pays, affaibli par l'invasion de nos départements les plus riches, un effort fiscal quelconque.

Le premier effort fiscal en 1916 concerne l'application de l'impôt global sur le revenu. Le projet Caillaux de 1907 relatif au remplacement des contributions directes par un système nouveau avait été voté par la Chambre des Députés en 1909. Mais le Sénat résistait; en mars 1914, il n'adopta que deux titres relatifs à l'impôt foncier et à l'impôt sur le revenu des valeurs mobilières. Un nouveau projet spécial à la création d'un impôt global, présenté par le ministre des Finances, M. René Renoult, fut voté par la Chambre qui força la main au Sénat en l'incorporant à la loi de finances très en retard comme nous l'avons vu. Le Sénat, ne voulant pas retarder davantage par le rejet de quelques-uns de ses articles la loi de finances, vota celle-ci sans modification, y compris l'impôt global. D'après la loi de finances du 15 juillet 1914, l'impôt global devait entrer en vigueur le 1^{er} janvier 1915. Ajoutons qu'à la suite de toutes les discussions qui avaient eu lieu, le plan primitif de M. Caillaux avait dévié. Il était de taux très modique et surtout, point essentiel, c'était un impôt supplémentaire perçu à côté des contributions personnelle-mobilière et des portes et fenêtres, mais ne les remplaçant pas (1).

(1) La déclaration n'est pas obligatoire et le contribuable peut opter entre la déclaration et la taxation d'office.

Malgré ce caractère, il apparut que son application en temps de guerre présentait des difficultés et son application fut ajournée au 1^{er} janvier 1916. Cependant, dans le courant de 1916, M. Ribot, dans un avis très net à la Commission du budget de la Chambre, demandait l'ajournement au 1^{er} janvier 1917 : « L'Administration des Contributions directes, disait-il, serait dans l'impossibilité d'appliquer dans leur ensemble les articles de la loi du 15 juillet 1914 : insuffisance du personnel des contrôleurs en grande partie mobilisés, impossibilité de demander des déclarations aux contribuables de la zone de guerre (et de s'expliquer avec eux) »... Malgré ces sages objections du ministre des Finances, l'application à partir du 1^{er} janvier 1916 fut décidée, tout en admettant que les cotes relatives à cet impôt pourraient n'être établies qu'en décembre 1916. Le décret du 30 décembre 1915 décida d'autre part que le point de départ du délai dans lequel les déclarations des contribuables devaient être faites était reporté du 1^{er} janvier au 1^{er} mars 1916, puis le décret du 15 février 1915 prolongea le délai de déclaration pour les mobilisés et les habitants des régions envahies et aussi pour ceux qui peuvent invoquer un cas de force majeure, jusqu'à une date postérieure à la date de la fin des hostilités et éloignée de cette dernière de moins de trois mois; ce décret ne faisait d'ailleurs que mettre en application une loi du 29 septembre 1915. Le produit de cet impôt sur le revenu était très modeste à l'origine (51 millions) car le taux n'était que de 2 0/0 et encore ne comptait-on que pour une partie seulement les revenus au-dessous d'un certain chiffre.

Le second effort fiscal fait en 1916 concerne le vote de la loi sur les bénéfices de guerre, promulguée le 1^{er} juillet 1916.

Cette loi est l'imitation de deux lois anglaises de 1915. Les bénéfices de guerre, d'après la loi française, résultent de la comparaison des bénéfices réalisés par une entreprise pendant l'année de guerre en cours et de la moyenne, considérée comme bénéfice normal, des gains de la même entreprise pendant les trois années de paix 1911, 1912, 1913. Le bénéfice extraordinaire de guerre est l'excès du bénéfice de l'année de guerre sur le bénéfice normal. Le tarif était de 50 0/0 (rendu progressif par la suite). Cette taxe était une ressource fiscale des plus importantes puisque, au 30 novembre 1920, plus de 8 milliards avaient été recouvrés par ce moyen.

Les recettes de l'enregistrement se sont encore relevées dans l'année 1916, particulièrement les droits de mutation des immeubles et droits immobiliers qui ont doublé par rapport à 1915.

L'impôt sur les opérations de bourse passe du simple au double, soulignant, par là, une reprise sérieuse des transactions à la bourse.

L'impôt sur le revenu des valeurs mobilières passe de 157 millions pour 1915 à 181 pour 1916.

Le mouvement signalé de l'augmentation du revenu des douanes se poursuit pour les raisons que nous avons indiquées précédemment. Il en est de même pour les contributions indirectes et pour les produits du domaine.

Nous en arrivons aux ressources budgétaires pour les premiers mois de 1917. Les « quatre vieilles » sont encore en application. Ce n'est que la loi du 31 juillet 1917 qui supprime ces contributions archaïques pour les remplacer par le système complet des impôts cédulaires qui n'entra toutefois en application que le 1^{er} janvier 1918.

L'impôt sur le revenu global fut un peu modifié par la loi du 30 décembre 1916, article 5, qui a pour but d'augmenter les revenus fiscaux. La limite d'exemption est abaissée, le tarif est élevé à 10 0/0.

Il y a en 1917 des rentrées importantes de l'impôt sur les bénéfices de guerre.

Indiquons que les autres catégories de revenus budgétaires sont en voie d'augmentation comme pendant l'année 1916.

En terminant ce paragraphe, nous donnons un tableau des recettes de l'Etat pendant la période qui nous occupe et aussi en 1913 et en 1921. Nous constaterons que les recettes fiscales, après avoir subi une dépression en 1914 se sont peu à peu relevées. Malgré cela, elles n'ont été pendant les années de guerre qu'un apport vraiment très mince en comparaison des formidables dépenses auxquelles l'Etat avait à faire face. Par exemple, en 1916, en face d'un chiffre de dépenses de plus de 32 milliards, les recettes fiscales atteignaient moins de 5 milliards, soit un peu moins du 1/6°.

(1) PRODUIT DES RECETTES DU BUDGET GÉNÉRAL DE L'ÉTAT
EN 1913, 1914, 1915, 1916, 1917 et 1921
(en millions de francs)

Nature des recettes	1913	1914	1915	1916	1917	1921
<i>1° Ressources permanentes</i>						
Contributions directes et taxes assimilées	634	611	547	550	730	1.872
Produit de l'enregistrement.....	834	611	464	525	720	2.705
Produits du timbre.....	241	198	145	158	173	565
Impôt sur les opérations de bourse	10	6	1	2	3	19
Taxe sur le revenu des valeurs mobilières	138	153	157	181	242	926
Produit des douanes (sauf droits sur les sucres et saccharines)..	756	579	764	1.400	1.511	1.197
Produit des contributions indirectes (sauf les droits sur les sucres et saccharines).....	720	604	517	530	752	2.919
Sucre et saccharine (droit intérieur de consommation et droit de douane)	191	159	213	183	266	365
Produits des monopoles fiscaux..	611	571	549	616	712	1.711
Produits et revenus du domaine de l'Etat	62	60	114	110	120	113
Divers						
Total des ressources permanentes.	4.907	4.196	4.130	4.932	5.977	16.547
<i>2° Ressources exceptionnelles</i>						
Contribution extraordinaire sur les bénéfices de guerre	»	»	»	»	209	3.169
Produit de la liquidation des stocks	»	»	»	»	»	1.501
Totaux du budget général.....	4.907	4.196	4.130	4.932	6.186	21.543

Jetons maintenant un coup d'œil sur les revenus fiscaux des autres pays belligérants que la France.

L'Angleterre, d'abord, a suivi la politique de l'impôt. Elle

(1) Chiffres empruntés à l'exposé des motifs du projet de loi sur le budget général de 1923.

put pratiquer ce moyen pour deux raisons différentes : d'abord, parce qu'elle ne souffrait pas, comme la France, des conséquences de la guerre, n'ayant pas comme elle un certain nombre de départements envahis par l'ennemi, mais aussi parce que, en ce qui concerne les impôts directs, l'income-tax en application était extensible à volonté. C'est ainsi qu'il a été élevé pendant les mois de guerre de 1914 de 1 sh. 3 à 2 sh. 6 par livre sterling, puis à 3 sh. 6 en septembre 1915 et à 5 sh. dans le courant de l'année 1916. Chaque fois que le taux de l'income-tax était accru, celui de la supertax (qui frappe seulement les gros revenus, bien qu'ils soient déjà touchés par l'income-tax) était augmenté aussi et atteignait le pourcentage de 60 0/0 fin 1916.

En septembre 1915 est créé l' « excess profit duty » sur les bénéfices industriels et agricoles. La France a copié en grande partie cette institution lors de l'établissement de l'impôt sur les bénéfices de guerre. Les impôts indirects ont été également l'objet d'accroissement, particulièrement les droits sur le sucre, le café, le thé, le pétrole.

Pourtant, il ne faudrait pas s'imaginer que les impôts furent suffisants en Angleterre pour couvrir toutes les dépenses de guerre. On compte que les impôts pour les années de guerre ne représentent que le quart environ des dépenses. Lorsque l'on dit : « l'Angleterre a suivi la politique de l'impôt » on veut indiquer par là qu'elle a fait un grand effort fiscal et qu'elle a demandé à l'impôt le maximum de ce qu'il pouvait donner.

L'Allemagne a suivi une politique opposée à celle suivie par l'Angleterre (1). Elle a ménagé ses contribuables pendant

(1) Avant la guerre, les états fédérés de l'Allemagne percevaient les impôts directs et

les premières années de guerre tout au moins. Nous avons déjà expliqué cette politique par la certitude qu'avaient tous les Allemands de la victoire finale. En 1913, deux impôts avaient été institués, qui revêtaient un caractère exceptionnel : le « Wehrbeitrag », contribution extraordinaire d'un milliard sur la fortune, payable en trois années 1914, 1915, 1916 et le « Besitzsteuer » impôt qui devait être perçu tous les trois ans sur les accroissements de fortune. Rien de nouveau pendant les mois de guerre 1914 et l'année 1915. Dans le courant de 1916, certaines taxes indirectes, notamment les droits sur les boissons et les tabacs, étaient relevées. En 1917, une taxe spéciale dite « impôt de guerre » est créée qui frappe les accroissements de fortune, comme le Besitzsteuer auquel elle se superpose, mais qui frappe aussi les fortunes n'ayant pas, depuis le commencement de la guerre, subi de diminution supérieure à 10 0/0. La loi du 13 décembre 1919 créa un impôt sur le revenu au profit de l'Empire.

On compte que l'Allemagne n'a perçu que 31 milliards d'impôts sur près de 300 milliards de dépenses de guerre, c'est-à-dire que les impôts ont pu couvrir le 1/10^e environ des dépenses de guerre.

En Italie, le produit des impôts a permis de faire face à peu près à l'intérêt des emprunts. Il faut noter, à l'actif de l'effort fiscal dans ce pays, des relèvements de tarifs sur les anciens impôts et la création de nouvelles taxes, comme par exemple celle qui frappe les bénéfices de guerre.

La Russie, au début de la guerre, dut faire appel à des impôts nouveaux pour compenser le déficit qui devait se pro-

en gardaient pour eux le produit ; le gouvernement impérial n'avait, quant aux impôts, que le produit des impôts indirects.

duire du fait de l'interdiction de la vente des spiritueux, car le monopole de cette vente lui rapportait annuellement 700 millions de roubles. L'effort fiscal, sans être très énergique, se poursuivait néanmoins; il faut noter que le texte du budget de 1917 contenait l'institution d'un impôt sur le revenu, mais la Révolution, en bouleversant tout, en suspendit l'application.

L'étude sommaire que nous venons de faire des ressources normales de l'Etat pendant la guerre était nécessaire pour nous permettre d'établir la mesure dans laquelle le Trésor dut faire appel aux ressources d'emprunt. Dans tous les états bel-ligérants cet appel fut indispensable, mais il fut pratiqué plus ou moins grandement.

§ 3. — *Les avances de la Banque de France et de la Banque d'Algérie pendant la guerre (jusqu'au 1^{er} avril 1917) (1) et leurs conséquences.*

Les conventions fixant le maximum des avances. — La première forme d'emprunt auquel l'Etat français fit appel pendant la guerre fut l'emprunt à la Banque de France. Ce n'était d'ailleurs pas une innovation puisque, pour faire face aux dépenses de la guerre de 1870-71, la France avait emprunté pour 1.500 millions de francs à son institut d'émission, somme qui avait été remboursée rapidement après la fin de la guerre. Il faut ajouter aussi que, même avant la guerre de 1914, l'Etat bénéficiait d'une avance permanente de 200 millions de francs non productive d'intérêt, depuis la loi du

(1) Nous parlerons surtout des avances de la Banque de France en raison de l'importance des avances de cet institut d'émission en regard de celles de la Banque d'Algérie.

17 novembre 1897, qui se décomposait de la façon suivante :

(1)	60 millions en vertu de la Convention du 10 juin 1857			
80	—	—	—	29 mars 1878
40	—	—	—	31 octobre 1896
20	—	—	—	11 novembre 1911
Total.....	200 millions			

Enfin, nous avons vu, lorsque nous nous sommes demandé s'il y avait eu en France préparation financière à la guerre, que la Convention du 11 novembre 1911 prévoyait, en cas de mobilisation, une avance de 2.900 millions faite à l'Etat par la Banque de France. D'après une Convention du 30 novembre 1911, la Banque d'Algérie (qui était aussi un institut d'émission) devait faire, en cas de mobilisation, une avance de 100 millions. L'intérêt des avances était de 1 0/0; l'intérêt net à payer n'était même que de 7/8 0/0. Les avances étaient représentées, dans le portefeuille des deux banques, par des bons du Trésor à trois mois, renouvelables. Ces conventions furent ratifiées par une loi du 5 août 1914.

L'Etat profita largement, dans le mois d'août, des avantages qui lui étaient accordés. C'étaient, en effet, les premières et les seules ressources importantes d'emprunt qu'il avait à sa disposition. Certes, il est entendu et démontré que le pire des emprunts pour un Etat, c'est celui qu'il fait à sa banque d'émission, mais dans le mois d'août 1914, avec un marché financier qui était déjà malade avant la déclaration de guerre, avec l'ajournement de tous les règlements d'affaires de bourse, avec l'emprunt 3 1/2 amortissable qui n'était pas classé, le Trésor n'avait pas le choix pour faire face à ses

(1) M. Pallain, Gouverneur de la Banque, à l'assemblée des actionnaires, le 27 janvier 1916.

besoins de l'intérieur ; il n'avait qu'à s'entendre avec la Banque de France pour disposer d'abord des avances que celle-ci s'était engagée à lui faire ; et, ensuite, comme, avec les proportions que prenait le conflit, ces sommes seraient englouties tout de suite, à négocier de nouveau avec la Banque afin d'obtenir de nouvelles avances. C'est cette politique qui a été suivie. Malheureusement, elle persista pendant toute la guerre, même lorsque l'Etat, le marché financier s'étant amélioré, put faire appel à d'autres ressources importantes d'emprunt. Au début du conflit, on ne considéra bien les avances de la Banque que comme premières ressources de guerre ; mais par la suite, elles devinrent un moyen de ressources comme les autres emprunts. Quand l'Etat a besoin d'argent, il fait appel à de nouvelles avances, comme il fait appel aux ressources d'un nouvel emprunt à long terme, préférant même le premier moyen parce qu'il est moins onéreux pour lui, le taux des avances n'étant que 1 0/0. Sans doute après chaque grand emprunt, l'Etat eut la sagesse de rembourser, avec les produits de l'emprunt, une partie de sa dette vis-à-vis de la Banque, mais il agissait un peu à la façon d'un débiteur qui rembourse à son créancier une faible partie de ce qu'il doit pour pouvoir s'en faire un titre de ponctualité et obtenir plus tard de nouveaux subsides. Les avances, en effet, après avoir baissé légèrement, reprenaient ensuite plus vivement leur marche ascendante.

Dans la convention du 21 septembre 1914 conclue entre le ministre des Finances et le Gouverneur de la Banque, et qui fut ratifiée par la loi du 26 décembre 1914, une nouvelle avance de 3 milliards 100 millions est stipulée à l'avantage de l'Etat ; l'avance maxima permise devient donc 6 milliards.

Aucun délai de remboursement n'est fixé. A ce sujet, M. Ribot, dans le discours qu'il fit à la Chambre des Députés le 22 décembre 1914, déclarait, commentant la convention précitée : « Nous n'avons pas voulu prendre, au sujet du remboursement, un engagement précis car nous ne connaissons pas les ressources extraordinaires dont bénéficiera la France au lendemain des hostilités. Force en est de s'en remettre au souci éclairé qu'auront les Chambres de ne pas s'attarder dans le régime du cours forcé... L'Etat remboursera sa dette envers la Banque sur ses premières ressources ».

Pourtant la convention du 21 septembre prévoyait que, un an après la cessation des hostilités, le taux des avances passerait de 1 0/0 à 3 0/0; mais le surplus de 2 0/0 ne profiterait pas aux actionnaires; il devait alimenter un fonds de réserve destiné à servir à l'amortissement de la dette. C'était un moyen ingénieux pour forcer l'Etat à verser indirectement 2 0/0 chaque année au fonds d'amortissement. Cependant la Banque de France avait le droit d'imputer sur le fonds ainsi constitué les pertes sur le montant des effets prorogés.

La nouvelle avance de 3 milliards 100 millions devait être représentée, comme l'avance de 2 milliards 900 millions, dans le portefeuille de la Banque, par des bons du Trésor à 3 mois, renouvelables tant que le cours forcé ne serait pas supprimé.

La convention du 4 mai 1915, sanctionnée par la loi du 10 juillet 1915, élève le maximum des avances de la Banque de France à 9 milliards.

La convention du 6 septembre 1915, passée entre le ministre des Finances et le Directeur Général de la Banque d'Algérie, sanctionnée par la loi du 30 novembre 1915, élève à 200 millions le maximum des avances de la Banque d'Algérie.

La convention du 13 février 1917, sanctionnée par la loi du 16 février 1917 porte le maximum des avances de la Banque de France à 12 milliards (1).

Ces conventions ne faisaient d'ailleurs que suivre le mouvement des avances : Lorsque le maximum allait être atteint, une nouvelle convention était signée qui relevait le chiffre d'un certain niveau. La Banque de France résistait en s'inspirant des grands intérêts généraux de la circulation et de la bonne monnaie dont elle a la garde, mais finissait par céder, en raison des nécessités de la guerre, aux sollicitations de l'Etat. Il faut dire que le crédit de la Banque avait été ménagé avant la guerre. La Banque était d'autant plus disposée à faire des avances à l'Etat que celui-ci n'avait pas eu recours à elle en temps de paix.

Nous donnons dans le tableau suivant les chiffres des avances de la Banque de France à l'Etat à la fin de chaque année, de 1914 à 1921. Nous donnons en plus l'indication des remboursements opérés au moyen des ressources des emprunts de 1915 et 1916.

AVANCES DE LA BANQUE DE FRANCE A L'ETAT

Au 31 décembre 1914.....	3.900 millions
(Remboursement à la suite de l'Emprunt 5 0/0 1915.....	2.400 millions)

(1) Le maximum fut élevé plusieurs fois encore. Au 31 décembre 1920, les avances sont de 26.600 millions.

Elles diminuent un peu par la suite, grâce à une convention passée le 29 décembre 1920, d'après laquelle l'Etat poursuivra l'amortissement de sa dette envers la Banque de France à raison de 2 milliards chaque année; le montant des avances autorisées sera en conséquence réduit chaque année au 31 décembre de 2 milliards. Ajoutons que l'exécution de cette convention n'a pu être effectuée ni en 1921, ni en 1922. En 1922 une nouvelle convention, réduisant « exceptionnellement » à 1 milliard le remboursement, fut signée le 21 décembre 1922; lors de la ratification il fut demandé que le mot « exceptionnellement » fut supprimé. Si cette suppression avait été acceptée, la convention du 29 décembre 1920, si heureuse dans ses dispositions, serait devenue lettre morte.

Au 31 décembre 1915.....	5 milliards
(Remboursement à la suite de l'Emprunt 5 0/0 1916	2.200 millions)
Au 31 décembre 1916.....	7.400 millions
Au 31 décembre 1917.....	12.500 millions
Au 31 décembre 1918.....	17.150 millions
Au 31 décembre 1919.....	25.500 millions
Au 31 décembre 1920.....	26.600 millions
Au 31 décembre 1921.....	24.500 millions

Les avances de la Banque d'Algérie à l'Etat présentaient à différents moments les montants suivants :

31 décembre 1915	75 millions
31 juillet 1916	45 millions
1 ^{er} septembre 1916	115 millions

En Angleterre, les avances de la banque n'existèrent pas. Les premières ressources du Trésor furent fournies par les émissions variées à court terme. Ainsi les émissions de « currency notes », dont nous aurons plus loin l'occasion de reparler, ne sont pas, comme les émissions supplémentaires de billets en France, rendues indispensables par les avances de l'institution d'émission à l'Etat. Elles sont surtout destinées au début à faciliter les échanges; mais c'est aussi une source de ressources pour l'Etat.

En Allemagne, le Trésor fit appel aux avances de la Reichsbank dans une large mesure. Fin 1921, avec la politique d'inflation suivie depuis 1919, les avances de l'Etat atteignaient 145 milliards de marks, dépassant 1.000 milliards de marks fin janvier 1923.

L'Italie fit appel pour une grande part également aux banques d'émissions (Banques d'Italie, de Naples, de Sicile). Elle pratiqua aussi une émission directe de billets.

Conséquence des avances des Banques de France et d'Algérie à l'Etat : augmentation des billets. — Les avances à l'Etat se font sous forme d'ouvertures de crédit au profit de l'Etat, qui sont utilisées par ce dernier pour payer ses achats. Ils peuvent l'être au moyen de virements de compte. Il n'y a pas alors d'émission de papier-monnaie, mais ces avances ont tout de même une conséquence sur les prix des marchandises puisqu'elles ont pour résultat la création de nouveaux pouvoirs d'achat.

Mais les avances sont généralement utilisées au moyen de nouveaux billets transmis de la Banque à l'Etat et que celui-ci répand dans la circulation lorsqu'il effectue un paiement. Les avances à l'Etat sont suivies dans ce cas d'un accroissement immédiat de circulation fiduciaire.

C'est pour cette raison que, parallèlement à l'élévation du maximum des avances des Banques de France et d'Algérie à l'Etat, se produisait un mouvement analogue concernant le maximum d'émission des billets.

La loi du 29 décembre 1911 avait, en temps de paix, fixé à 6.800 millions le chiffre maximum des billets de la Banque de France, et à 300 millions celui de la Banque d'Algérie.

La loi du 5 août 1914 remplaçait ces chiffres par 12 milliards (Banque de France) et 400 millions (Banque d'Algérie). D'autre part, l'article 2 spécifiait que les chiffres pourraient être encore élevés par simple décret en Conseil d'Etat sur la proposition du Ministre des Finances. Enfin le cours forcé était décidé, c'est-à-dire que, jusqu'à ce qu'il en soit disposé

autrement, les banques de France et d'Algérie étaient dispensées de rembourser leurs billets en espèce. Nous verrons plus loin la raison du caractère indispensable de cette dernière mesure.

Le décret du 11 mai 1915 porte le chiffre maximum des émissions de billets de la Banque de France à 15 milliards, celui du 15 mars 1916 à 18 milliards, celui du 15 février 1917 à 21 milliards.

D'autre part, le chiffre des billets de la Banque d'Algérie fut porté à 450 millions (décret du 26 septembre 1914) et à 500 millions (décret du 27 novembre 1915).

Nous pouvons reproduire ici la remarque que nous avons faite quand nous avons étudié les avances de la Banque de France et d'Algérie à l'Etat, à savoir que les maxima ne font que suivre l'augmentation des billets; on les élève lorsque le chiffre des billets en circulation se rapproche précisément des maxima existants. Indiquons quel était à certains moments le chiffre de la circulation des billets de la Banque de France :

26 mars 1916.....	5.743 millions	
1 ^{er} octobre 1914.....	9.299	—
10 décembre 1914.....	9.986	—
24 décembre 1914.....	10.042	—
30 avril 1915.....	11.584	—
24 décembre 1915.....	13.216	—
12 octobre 1916.....	17.028	—
23 décembre 1916.....	16.580	—
Fin mars 1917.....	18.500	— (1)

(1) Le 8 novembre 1922, la circulation des billets de la Banque de France était de 37 milliards de francs
et la circulation des billets de la Reichsbank était de 469 1/2 — de marks

Les émissions furent rendues indispensables pendant la guerre par ce fait qu'il fallait créer de nouveaux billets pour faire des avances à l'Etat. Cependant il aurait été nécessaire, même si cette cause n'avait pas existé, d'augmenter, légèrement sans doute, et non dans des proportions énormes comme on le fit pendant la guerre, la circulation fiduciaire. Dans une période troublée, comme celle des premiers mois de guerre, de nombreuses personnes inquiètes thésaurisent, c'est-à-dire ne se servent plus des moyens de paiement qui sont à leur disposition : elles les gardent chez eux ; par suite, il y a pénurie de monnaie en circulation, gêne dans les transactions, et il faut y remédier par des émissions nouvelles. C'est d'ailleurs pour remédier à cet inconvénient que, dès le 31 juillet, la Banque de France mettait en circulation — et cet acte était prévu dès le temps de paix — des billets de 20 francs et de 5 francs. C'est aussi pour pallier aux inconvénients de la thésaurisation des pièces d'argent de 2 francs, 1 franc et 0 fr. 50 que, pendant la guerre, les Chambres de Commerce des départements émirent des billets de 0 fr. 50, 1 fr. et 2 fr.

En Angleterre, bien que le Gouvernement n'ait pas eu recours à la Banque d'Angleterre, il y eut des émissions supplémentaires de billets. La loi du 6 août dispense la Banque d'Angleterre de l'observation de la loi de 1844 d'après laquelle l'excédent du montant des billets sur l'encaisse ne pouvait pas dépasser l. st. 18.450.000, soit 460 millions de francs. Mais le Gouvernement préfère émettre directement des billets. Il émet des « currency notes » de 1 et 10 shillings ayant cours légal et remboursables en or à la Banque d'Angleterre. Ils sont remis à titre d'avance du Trésor à toute banque en faisant la demande à concurrence d'un maximum de 20 % de ses

engagements au titre de ses dépôts et de ses comptes courants. Le cours forcé n'est décrété pour aucun billet ; cependant après la déclaration de guerre, par patriotisme, les Anglais ne réclamèrent pas d'or en échange de leurs billets (1).

On peut se demander si en France il eût été préférable de suivre l'exemple de l'Angleterre, c'est-à-dire de recourir à des émissions directes de l'Etat, plutôt que de confier à la Banque de France la tâche des émissions supplémentaires. A première vue, il semble que c'eût été une simplification. Les billets nouveaux étant surtout créés pour permettre à l'Etat d'effectuer ses paiements, il aurait mieux valu, semble-t-il, que ce fût lui qui les créât au fur et à mesure de ses besoins.

En réalité, cette méthode aurait présenté la plus grave objection. Le public français a une confiance plus que séculaire dans le billet de la Banque. Il n'eût accepté le nouveau papier de l'Etat qu'avec quelque surprise, et peut-être en cas de revers militaire avec quelque défiance. Il aurait pu arriver que le billet, le vieux, celui de la Banque de France, fut préféré dans les campagnes au billet de l'Etat, quelle que fût la solidité incontestée de la signature de l'Etat. Il eût pu même se présenter ce cas, en présence d'une guerre aussi longue et avec des péripéties aussi diverses, que le billet de l'Etat fût coté avec un agio ou, pour parler brutalement, avec une

(1) Voici quelle était la circulation des billets en Angleterre :

	Billets	
	Banque d'Angleterre	Currency Notes
Fin décembre 1913	L. St. 57 millions	
Fin décembre 1924	L. St. 58 —	L. St. 36 millions
Fin décembre 1920	L. St. 100 —	L. St. 360 —

Ces indications ont été empruntées au livre de MM. Viallate et Caudel « *La Vie politique dans les deux Mondes* », t. IX, *La Grande Guerre*.

perte, par rapport au billet de la Banque. Il fallait éviter ce grave danger. D'autre part, la Banque de France est une Société privée qui a un capital propre, des réserves propres, un crédit personnel, et en un mot des intérêts particuliers à défendre. Il est incontestable qu'elle ne se laissera entraîner dans la voie du papier-monnaie ayant cours forcé — nécessité par les avances à l'Etat — que quand il s'agit pour le pays d'une question de vie ou de mort. L'Etat imprimant et créant lui-même la monnaie de papier eût sûrement été entraîné plus facilement sur la pente de l'inflation que la Banque de France. Quand cette dernière prête à l'Etat, elle envisage la question du remboursement dans l'avenir. C'est une préoccupation que l'Etat aurait eu à un degré moindre pour son propre papier.

En Allemagne, la loi des banques du 14 mars 1875, modifiée par les lois du 7 juin 1899 et du 7 juin 1909, interdisait une circulation de billets supérieure au triple de l'encaisse liquide. On ne la modifia pas, mais on compta comme éléments d'encaisse non seulement l'or et l'argent, mais encore les « Reichskassenscheine » ou bons de Caisse d'Empire, et les « Darlehenskassenscheine » émis le 4 août, qui ont pour but de permettre aux commerçants et industriels d'obtenir avec leurs marchandises des ressources pécuniaires, tout en évitant la vente, ce qui était utile, car l'offre d'une trop grande quantité de marchandises sur le marché aurait amené un effondrement des prix. Les « Darlehenskassenscheine » étaient en réalité des bons remis à titre de prêts aux propriétaires qui consentaient à donner leurs marchandises en gage. Ils n'avaient pas cours légal, mais étaient acceptés par toutes les caisses de l'Empire et des Etats confédérés. Le cours forcé

fut décrété le 4 août 1914 pour les billets de banque et les « Reichskassenscheine » (1).

En Italie, le cours forcé avait été institué dès le début de la guerre pour les billets des trois banques d'émission : Banques d'Italie, de Naples et de Sicile. La circulation fiduciaire, qui était de 2.783 millions de liras fin décembre 1913, était de 18.814 millions fin décembre 1919.

En Russie également, on institua le cours forcé dès le début. La circulation fiduciaire passa de 1.633 millions de roubles (2) (début d'août 1914) à 5.617 millions fin décembre 1915, et 10 milliards en février 1917.

Pourquoi le cours forcé fut institué en France. Encaisse de la Banque de France.

Il va de soi qu'en temps normal toute personne possédant un billet de la Banque de France n'a qu'à se présenter aux guichets de cet établissement pour obtenir en échange du numéraire. S'il en était autrement, la Banque serait en état de cessation de paiement. Dès le 1^{er} août 1914, la circulation, c'est-à-dire les engagements de la Banque de France, avait augmenté comme nous l'avons vu, et son ascension depuis ce jour-là fut ininterrompue pendant toute la durée de la guerre.

(1) Voici quelques chiffres de la circulation des billets de la Reichsbank :

Fin décembre 1913	Mk.	2.562 millions
— — 1914	Mk.	5.046 —
— — 1916	Mk.	8 milliards
— — 1917	Mk.	11 milliards
— — 1919	Mk.	62.036 millions
1 ^{er} novembre 1922.....	Mk.	469 milliards 1/2

(A la même époque en France : 37 milliards de francs de billets de la Banque de France).

(2) 1 rouble valait au pair 2 fr. 66.

L'équilibre entre les engagements de la Banque de France et ses ressources était rompu dès ce moment-là. D'autre part, si l'on n'avait pas adopté le cours forcé au commencement d'août 1914, la Banque de France eût été forcée d'épuiser son encaisse, — et le désir ardent de thésauriser des espèces or et argent qu'amène toute guerre l'eût privée entièrement de son encaisse métallique. Il fallait conserver à tout prix cette encaisse comme ressource suprême pour procurer à la France, à défaut d'autres instruments de paiements (titres ou lettres de change), ce qu'il lui faudrait acheter au dehors aux heures décisives de la lutte.

A tous égards, l'établissement du cours forcé ne pouvait pas être discuté un instant. Il n'y avait pas moyen de faire autrement.

Fin décembre 1913, l'encaisse métallique de la Banque de France était de 4.766 millions, dont :

4.141 millions encaisse or (3.194 millions au 1^{er} janvier 1923) ;

625 millions d'encaisse argent,

l'augmentation de l'encaisse or s'expliquant par le désir qu'avait eu la Banque de France, devant les provocations de toutes sortes que l'Allemagne n'avait cessé de susciter depuis déjà longtemps, de préparer financièrement la guerre, dans son champ d'action. Elle avait profité de la situation de la France avant la guerre, créditrice partout, pour opérer cette augmentation.

Fin décembre 1914, l'encaisse est de 4.514 millions, dont :

4.158 millions pour l'encaisse or ;

356 millions pour l'encaisse argent.

Le décret du 3 juillet 1915, prohibant la sortie de France de l'or en monnaie ou en lingots, prépare les dispositions qui sont prises dans le courant de juillet pour la collecte de l'or français qui sera effectuée avec succès pendant de nombreux mois. L'Etat fait appel au patriotisme de tous les Français et leur demande d'échanger à la Banque leurs pièces d'or, les objets en or qu'ils possèdent, contre des billets de banque. La collecte aura donné 100 millions à la fin d'août, 900 millions à la mi-novembre 1915, 1.500 millions le 23 juin 1916, 1.900 millions le 25 novembre 1916. (Nous tenons compte dans ces chiffres des apports d'or qui ont été faits par les souscripteurs des emprunts 5 % de 1915 et de 1916).

Mais l'encaisse n'est pas augmentée de ces sommes parce qu'il y a eu de nombreuses sorties d'or, qui atteignaient plus d'un milliard à la fin de 1916.

Fin décembre 1915, l'encaisse totale est de 5.431 millions, c'est-à-dire que, malgré les expéditions à l'étranger d'or, l'encaisse totale a augmenté de près d'un milliard en un an.

Elle comporte : 5.079 millions d'or;
352 millions d'argent.

Fin décembre 1916, l'encaisse totale est de 5.379 millions, dont :

5.082 millions d'or;
297 millions d'argent,

mais il faut noter que l'encaisse or se décompose alors en :

Encaisse or	3.489 millions
Or à l'Etranger.....	1.593 millions (1).

(1) Il ne faut pas confondre l'or à l'étranger et l'or qui avait été expédié en France en ayant pour résultat d'amoindrir notre encaisse. Le premier est celui simplement prêté

Le stock or de la Banque d'Angleterre était, à la veille de la guerre de l. st. 38 millions (soit environ 958 millions de francs au pair). Le 5 août 1914, il n'était plus que de l. st. 27 1/2 millions. Mais à partir de cette date, le stock, s'accroît, car l'Angleterre d'une part achète de l'or, d'autre part en interdit l'exportation. Fin décembre 1914, le chiffre est de l. st. 69 millions. Fin décembre 1915, il n'est plus que de l. st. 51 millions à cause des envois d'or que l'Angleterre a dû faire aux Etats-Unis. Le 30 mai 1917, le stock or est de l. st. 55 millions.

Nous avons vu qu'en Allemagne, l'encaisse de la Reichsbank ne comportait pas que des espèces métalliques. Pourtant, l'or était dans cette encaisse l'élément principal. Le stock or, qui était de Mk 1.357 millions à la veille de la guerre atteignait Mk 2.093 millions à la fin de l'année 1914. En décembre 1917, le chiffre était de Mk 2.406 millions, l'accroissement étant dû de 1914 à 1917 au versement à la banque de l'or thésaurisé par les particuliers et à la livraison, en automne 1917, en vertu du traité de Brest-Litovsk, d'une partie de l'or de la Banque d'Etat russe.

En juillet 1914, la banque de l'Etat de Russie possédait :

1.601 millions de roubles (4.270 millions de francs) d'or dans ses caisses;

144 millions de roubles (384 millions de francs) d'or à l'étranger.

Soit au total : 1.745 millions de roubles (4.654 millions de francs) d'or.

à la Banque d'Angleterre en garantie des crédits qui nous sont ouverts à Londres pour nous permettre de payer nos achats aux Etats-Unis. La Banque de France, considérant que ce n'est que de l'or prêté, continue à le faire figurer dans ses bilans.

D'autre part, l'avoir en or du Gouvernement russe à l'étranger se montait à :

763 millions de roubles, soit 2.034 millions de francs.

En février 1917, l'encaisse or de la Banque d'Etat de Russie n'était plus que de 1.500 millions de roubles.

La diminution de valeur du franc. — Avant la guerre, le billet de la Banque de France était, sans nul doute, un titre représentatif. Il pouvait, en effet, à tout moment, être échangé à la banque contre une quantité d'or immuable. La valeur du billet se confondait donc avec la valeur de l'or contre lequel il pouvait être échangé, valeur qui ne variait presque pas.

Au contraire, depuis le 5 août 1914, l'institution du cours forcé, en supprimant la possibilité d'échange à la banque, a détruit le lien qui existait entre le billet et l'or. La valeur du billet ne dépend plus que de celle de l'or. Elle va pouvoir subir des variations indépendantes de celles de la valeur de l'or, par suite des variations importantes.

De quoi dépendra donc la valeur du billet ?

Pour répondre à cette question il est nécessaire d'examiner le mécanisme de l'émission avant et pendant la guerre. En temps normal, les billets sont délivrés en échange d'apports d'or, ou, puisque la banque de France est un établissement pratiquant l'escompte, en échange d'effets de commerce. Le billet décrit un circuit fermé en ce sens que le billet, parti de la banque, doit fatalement y revenir, soit au moment de l'échéance de l'effet, quand la banque se fait payer, en billets, par le débiteur, soit lorsque le détenteur des billets vient les échanger contre de l'or à la banque. La somme des billets est sensiblement égale à l'encaisse, au portefeuille de la Banque,

à l'actif de la banque (immeubles, réserves, capital). Elle est donc supérieure à l'encaisse, mais malgré cela, tout porteur a le droit d'échanger son billet contre de l'or (1).

Au contraire, pendant la guerre, une catégorie de billets pour une cause nouvelle a été créée. Ce sont les billets remis à l'Etat pour faire face à ses paiements; cette création augmentant le chiffre des billets, a rendu nécessaire, comme nous l'avons déjà signalé l'institution du cours forcé; puisque les nouveaux billets ne représentent rien de réel dont la banque soit propriétaire, il fallait bien qu'il fût en ainsi. Ces avances à la banque constituent un nouveau moyen de sortie des billets de la Banque de France. Nous sommes donc, depuis la guerre, en présence de trois circuits que suivent les billets : le premier est destiné aux billets émis en échange d'apport d'or à la banque; depuis l'institution du cours forcé, il n'est plus fermé puisqu'il est impossible de rapporter les billets pour obtenir de l'or; le deuxième, suivi par les billets émis en échange d'effets escomptés ; il est en partie fermé ; enfin, un troisième circuit, nouveau, d'une importance primordiale, parce que le nombre des billets qui l'empruntent est considérable, est un circuit ouvert pour bien longtemps : les billets sortent, mais ne rentrent pas, ou plutôt ils ne doivent rentrer que lorsque l'Etat pourra rembourser son créancier, la banque de France. L'importance de ce circuit est donc essentielle, car lorsque les avances seront remboursées, le cours

(1) En ce qui concerne l'actif, sa réalisation donnerait des billets ou des espèces. Dans le premier cas, on recouvrerait les billets représentant cet actif ; dans le deuxième, on augmenterait l'encaisse d'une quantité suffisante pour faire face aux demandes d'or des porteurs des billets représentatifs de cet actif.

En ce qui concerne le portefeuille, il s'agit là d'un actif réalisable à termes variés. Il pourrait y avoir difficulté, mais on sait bien que tous les porteurs de billets ne viendront pas le même jour demander de l'or.

forcé pourra être supprimé et le franc-papier pouvant être échangé contre le franc-or, le franc-papier recouvrera sa valeur d'autrefois. Mais, en attendant, la valeur du franc est une valeur essentiellement fictive. Elle est basée d'abord sur la valeur que l'on donne à un moyen utile de faciliter les transactions, surtout sur la croyance que l'on a que le cours forcé sera supprimé dans un temps donné, parce que l'Etat aura été en mesure de rembourser les avances à la banque, qui sont la cause de l'excès de billets en circulation. Cela revient à dire qu'elle dépend de la confiance que les Français ont dans la prospérité de la France qui permettra des revenus fiscaux importants et, partant, donnera à l'Etat une faculté de remboursement plus grande (1).

Il s'ensuit que, plus le chiffre des avances est grand, plus l'on sent éloigné le remboursement complet et par suite la suppression du cours forcé, moins le franc-papier a de valeur. Certains économistes ont voulu décomposer la valeur du franc du temps de guerre de la façon suivante : il y a, disent-ils, un élément représentant une portion d'encaisse, et un autre représentant les avancées à l'Etat. Fin décembre 1916, par exemple, l'encaisse ne représentant que le $\frac{1}{4}$ des montants des billets en circulation, l'élément représentant l'encaisse vaut 0 fr. 25 et le surplus de la valeur du franc correspond à l'élément, confiance dans le remboursement des avances. Ce raisonnement, séduisant au premier abord, ne semble pas exact. En effet, la décomposition en deux parties est critiquable ; l'élément représentant l'encaisse n'existe pas. Il en serait différemment si la banque consentait à échanger des

(1) Nous faisons abstraction ici des considérations d'ordre international qui interviennent dans les variations de la valeur du franc-papier.

billets contre de l'or dans la proportion existante entre le chiffre des billets et le montant de l'encaisse, et à compléter ses versements d'or au fur et à mesure que l'Etat remboursera ses avances. Mais la banque ne consentira pas de paiements partiels aux possesseurs de billets et il n'y a, en vérité, qu'un seul élément qui détermine la valeur du franc-papier dans cet ordre : la confiance dans le remboursement plus ou moins rapproché des avances qui dépend sans doute elle-même de la proportion entre l'encaisse et les billets en circulation. Si l'Etat fait appel à une nouvelle avance de la banque de France, ce qui entraîne une augmentation du chiffre des billets, la valeur du franc-papier baissera parce que l'on se rendra compte que par cet acte, on retarde le jour où les avances seront toutes remboursées, ou l'on rend le remboursement plus aléatoire. Si l'Etat rembourse une partie de sa dette, le franc-papier montera parce que la confiance sera plus forte dans un remboursement rapide.

Les avances de la Banque de France à l'Etat, en entraînant une augmentation de la circulation, avilissent le franc par un autre côté de caractère non plus financier, mais économique, parce qu'ils créent une abondance de moyens de paiement. Les francs sont, en effet, comme des marchandises ordinaires : en plus grande quantité ils sont offerts, moins ils sont appréciés.

Certes, au début de la guerre, le phénomène ne se produisit pas, car, alors, les personnes thésaurisaient aussi bien les monnaies d'or et d'argent que la monnaie fiduciaire; mais plus tard il y eut, par rapport au temps de paix, excès de la monnaie dans les échanges, en raison de l'augmentation trop forte des billets émis, puis, ensuite, de la cessation partielle

de la thésaurisation (ce dernier phénomène se manifesta dans les campagnes, où les paysans, en achetant de nombreux terrains, remirent en circulation les billets qu'ils détenaient, — d'où mouvement d'avilissement de la monnaie fiduciaire, causé déjà par l'élément psychologique dont nous avons parlé plus haut : la confiance dans le remboursement des avances.

Ainsi, en définitive, les billets furent dépréciés pour deux motifs d'ordre intérieur : parce que, en raison du cours forcé, ils ne représentaient plus qu'un bon utilisable, dans un avenir indéterminé seulement, pour obtenir en échange des espèces, au lieu de représenter un bon utilisable immédiatement; en second lieu parce que trop nombreux, ils étaient moins estimés. Ou mieux : les billets s'avilissaient parce que trop nombreux et parce que la faculté d'échange contre des espèces, qui s'opposait en temps ordinaire à un avilissement quelconque, n'existait plus en période de cours forcé.

Conséquence de l'avilissement du franc-papier. — Quelles sont les conséquences de la diminution de la valeur des billets ?

1° En premier lieu, c'est la disparition des monnaies d'or et d'argent en vertu de l'application de la loi de Gresham. En effet, la bonne monnaie sera thésaurisée par les particuliers qui se garderont bien de l'aliéner lorsqu'ils feront des achats à l'intérieur, puisque, légalement, les deux monnaies, mauvaise et bonne, sont acceptées pour la même valeur, mais qu'en réalité la bonne monnaie vaut plus. D'autre part, la bonne monnaie sera envoyée à l'étranger pour régler les achats qui y sont faits; sans doute, comme nous le verrons

dans la deuxième partie de cette étude, ces règlements se font surtout au moyen d'envoi de lettres de change, mais il y a souvent impossibilité d'en trouver et nécessité par suite d'envoyer de la monnaie. Alors le débiteur a intérêt à en envoyer de la bonne car, tandis qu'en France les monnaies sont acceptées pour la même valeur, il n'en sera pas de même à l'étranger où on tiendra uniquement compte du poids de métal fin et de sa valeur correspondante. Enfin, on vend la bonne monnaie au poids, comme lingots sur le marché des métaux précieux, lorsque sa valeur au poids vaut plus que la valeur nominale inscrite sur la pièce.

2° C'est la hausse des prix.

Pendant la guerre, le prix des marchandises s'est beaucoup accru en France. Ceci est dû à la fois à un avilissement du franc et à des raisons économiques touchant les marchandises. Ces dernières sont : rareté des produits, dûe à l'arrêt de l'industrie, à l'insuffisance de la main-d'œuvre industrielle et agricole, à la mobilisation des agriculteurs, à l'envahissement par l'ennemi de nos régions les plus actives, à la difficulté d'importer par suite de la guerre sous-marine, à la disparition de la Russie du marché du monde, d'abord parce que très isolée, ensuite parce qu'entraînée dans le bolchevisme. Le coût de production a augmenté par suite de l'élévation des frais de transport, de la hausse des salaires, qui avait commencée à se produire dans les usines de fabrication de matériel de guerre, parce que l'on voulait, avant tout, produire le plus possible, stimuler l'ouvrier par une rémunération élevée, éviter des grèves, et ensuite s'était produite dans toutes les usines; enfin, la spéculation à la hausse fut une cause d'augmentation des prix relative aux marchandises, cause seulement aggravante, les spéculateurs n'agis-

sant que parce qu'ils étaient presque certains que la hausse, pour d'autres raisons, devait se produire.

La hausse des prix, dûe à des causes de deux ordres différents, avilissement du franc, — causes se rattachant aux produits eux-mêmes, devait faire, avec la hausse des salaires, une course sans fin. Au début de la guerre, hausse des salaires, dûe peut-être un peu à la légère hausse des produits qui s'était manifestée, mais surtout à la nécessité de produire beaucoup de munitions, beaucoup de matériel d'artillerie, etc... Conséquence : hausse des prix ; mais, devant cette hausse, les ouvriers réclamaient ; d'où hausse des salaires aggravant la hausse des prix, non seulement parce que le coût de production était élevé, mais encore parce que le nombre des personnes ayant le pouvoir d'achat suffisant pour acquérir une marchandise déterminée, avait augmenté.

Voyons maintenant, après en avoir examiné les motifs, l'importance de la hausse des prix en France. Au mois d'août 1916, l'administration des douanes estime que la généralité des objets produits en France et fournissant à l'exportation, ont subi depuis la guerre une augmentation de 50 % ; au contraire, la hausse des objets importés s'élève à 91 %, parce que ce sont surtout des objets nécessaires à la guerre (ouvrages en fer, harnachements, équipements, etc...) très demandés et aussi parce que leur prix nouveau tient compte du frêt alors que les objets exportés sont cotés avant que le frêt n'ait augmenté leur prix de vente. Le blé, coté avant la guerre entre 28 fr. 60 et 31 fr. 10 le quintal, s'est élevé fin juillet 1916 à 34 francs (consulter l'annexe 5 à la fin du présent chapitre) (1).

(1) Ces renseignements sont empruntés à un article de *l'Economiste Français* du 26 août 1916.

Il faut noter que, dans la plupart des pays, le même phénomène peut être constaté. En Angleterre, par exemple, les Index-Numbers, publiés par le journal *The Economist*, indiquent que les prix ont sensiblement doublé de fin juillet 1914 à fin décembre 1916. La hausse s'est surtout manifestée en ce qui concerne le groupe des aliments végétaux. Au contraire, le caoutchouc a échappé au mouvement.

En Allemagne, la hausse est très forte. Cela n'est pas étonnant, puisque, en raison du blocus organisé par les Alliés, certains produits sont devenus extrêmement rares. Les prix passent, en moyenne, du simple au double de septembre 1913 à septembre 1915.

La hausse des prix semble avoir une heureuse conséquence sur l'activité économique. Elle stimule les industriels et les commerçants en leur faisant entrevoir des gains plus forts, elle les incite à accumuler des stocks dont la valeur s'élèvera en même temps que les prix hausseront. L'épargne et les banques, excitées par une plus large rémunération, ne refuseront pas leurs capitaux. D'autre part, facilité de vente, car les particuliers achètent beaucoup ; les ventes à crédit se multiplient, la spéculation est très favorisée. Mais cette prospérité n'a qu'un temps ; il faut que les émissions continuent pour que l'activité se perpétue. On doit signaler par exemple que les affaires se ressentirent heureusement pendant quelque temps de la mise en pratique du système de Law et de l'émission des assignats, mais que, par suite, elles en souffrirent terriblement.

3° La troisième conséquence de l'avilissement du billet est de bouleverser les relations entre créanciers et débiteurs. Supposons un prêt de 1.000 francs par exemple fait par une per-

sonne à une autre, à la veille de la guerre. Ce prêt est remboursable au bout d'un certain nombre d'années. Si le prêt n'est pas stipulé remboursable en francs-or, le débiteur n'aura qu'à payer au moment de la restitution 1.000 francs à leur valeur du jour. Ayant touché 1.000 francs valeur-or, il rendra 1.000 francs qui vaudront beaucoup moins en raison de l'avilissement du franc-papier. Les créanciers sont désavantagés, bien que touchant le même nombre de francs qu'ils ont prêtés, parce que chaque franc vaut moins; les débiteurs, au contraire, sont en très bonne situation. Ainsi les porteurs de rente et, en général, de valeurs à revenu fixe, sont particulièrement atteints; en revanche, l'Etat est très avantagé, au sujet de ses dettes, à l'intérieur seulement, car les dettes à l'extérieur sont remboursables généralement en francs-or ou dans la monnaie du pays prêteur.

4° L'avilissement du billet se produit, d'ailleurs, à l'extérieur, plus même qu'à l'intérieur puisque les étrangers sont plus enclins à penser que les Français que la situation financière de la France laisse à désirer. L'émission exagérée de papier-monnaie, la difficulté d'équilibrer le budget sont les deux motifs qui font croire aux spéculateurs opérant sur les marchés étrangers que les finances de la France sont en mauvaise posture, motifs qui les déterminent à vendre des francs, ce qui a pour effet de faire baisser leur cours. Nous exposerons dans la deuxième partie une autre raison expliquant les fluctuations du change, dépendant, celle-là, de l'offre et de la demande des traites internationales.

Supposons maintenant que le nombre des billets diminue, autrement dit que l'on soit en présence du phénomène de déflation. La valeur du franc-papier remontera, les prix bais-

seront, à condition, naturellement, que des causes inhérentes aux marchandises elles-mêmes ne viennent pas agir en sens contraire. Voici quelles seraient les principales conséquences :

D'abord, l'Etat, en tant que débiteur, devant payer à ses créanciers de l'intérieur, des francs, verrait sa dette, qui s'était allégée par l'effet de l'inflation, s'alourdir. Il est vrai, que, les prix baissant, ses achats seraient faits dans des conditions plus avantageuses qu'auparavant. Mais peut-on supposer que la rémunération de ses fonctionnaires serait abaissée dans la même proportion que celle de l'augmentation de valeur du franc ? C'est assez douteux qu'il puisse faire cette modification facilement. Quant à la dette vis-à-vis de l'étranger, la situation est à peu près inchangée, car la dette est stipulée remboursable en francs-or ou en monnaie du créancier. Les francs qu'il restituera valent plus, mais il en donnera moins. De même en ce qui touche sa situation de créancier vis-à-vis de l'extérieur (1). Sa situation de créancier vis-à-vis de l'intérieur serait à peu près la même. Sans doute les impôts rendraient beaucoup moins, sans aucune modification même, puisque les revenus particuliers, les transactions totales auraient diminué, mais les francs valant plus, la valeur des impôts recouvrés serait à peu près équivalente.

Les industriels et commerçants seraient assez lésés, dans la période intermédiaire; les stocks accumulés baisseraient en effet de prix; le remboursement des avances faites, des obligations, serait désavantageux pour eux.

(1) Ainsi d'après les arrangements de Londres de 1921, la France doit recevoir 68 milliards de marks-or, ce qui faisait, au moment des arrangements, 218 milliards de francs. Si le franc revenait au pair, cette créance serait réduite à 86 milliards de francs, mais cette réduction serait compensée parce que le franc aurait un plus grand pouvoir d'achat.

Les créanciers dont la créance est née pendant la période d'inflation seraient avantagés puisque, ayant prêté une somme de francs avilis, ils recouvreraient la même somme de francs de plus grande valeur. Leurs débiteurs, au contraire, seraient lésés.

La déflation aurait une conséquence favorable sur la situation des rentiers, considérablement appauvris par l'inflation, et d'une façon inattendue et injuste.

La déflation, de même que l'inflation, a une répercussion immédiate sur le change. Sur les marchés étrangers, le franc s'améliorerait. Ceci ralentirait peut-être un peu nos exportations, puisque les importateurs étrangers de produits français ne bénéficieraient plus du gain indirect que procure la situation du change, mais les importations se feraient à des conditions moins onéreuses pour nous et surtout le prix de la vie pourrait être abaissé.

En définitive, un pays doit s'efforcer de revenir le plus vite possible à une circulation normale de billets. Il ne faut pas se laisser séduire par le mirage de l'inflation et ses avantages superficiels et de brève durée. Les inconvénients sont beaucoup plus importants. L'inflation opère un bouleversement des fortunes. Certains en bénéficient sans doute, mais la ruine ou la gêne pour la plupart des personnes est fatale. D'autre part, l'existence de l'inflation dénote une situation financière très précaire. Elle diminue le crédit d'un pays aussi bien à l'intérieur qu'à l'extérieur. Ce que l'on peut dire, c'est qu'un pays ne peut pas passer sans heurt de la période anormale au régime ordinaire. Il doit s'efforcer d'effectuer lentement cette modification.

§ 4. — *L'émission des bons de la Défense Nationale.*

Cause de la création de bons à forme nouvelle. — Nous avons vu dans l'*Introduction* que les bons étaient déjà employés avant la guerre comme moyens de Trésorerie, mais ils avaient une clientèle restreinte et leur forme ne permettait pas d'escompter de leur souscription des ressources considérables en cas de nécessité. D'autre part, la clientèle principale était celle des banques et grands établissements de crédit qui prélevaient sur les dépôts les sommes nécessaires à la souscription; par suite des difficultés que ces établissements rencontrèrent fin juillet et au début d'août, les bons n'étaient plus redemandés ou plus renouvelés (1). Sans doute, il y aurait eu un moyen pour l'Etat de conserver plus longtemps les sommes qui lui avaient été prêtées, c'eût été de décider la prorogation de l'exigibilité de sa dette; mais il ne pouvait agir ainsi en raison de l'atteinte que cette mesure aurait portée à son crédit.

Pour des raisons que nous exposerons dans la troisième partie de cette étude, il paraissait impossible d'émettre un grand emprunt au début de la guerre. Les bons à forme d'avant-guerre (qui n'étaient autre chose que des valeurs commerciales à l'ordre de telle ou telle personne et remboursables à la volonté du preneur à telle échéance qu'il désignait)

(1) Au début du mois d'août 1914, les bons du Trésor en circulation atteignaient un peu plus de 400 millions (chiffre assez modique), le Trésor ayant décidé de se procurer des ressources, avant la guerre par l'émission en juin 1914 de 90 millions d'obligations à court terme et par des versements au 3 1/2 0/0 amortissable. Le chiffre ira ensuite en décroissant, malgré la décision du 19 août du Ministre des Finances par laquelle, les bons d'un an sont portés au taux de 5 0/0 et ceux de 6 mois à moins d'un an à 4 0/0, ceux de moins de 6 mois restant à 10/0, modifiant la décision du 28 avril 1914 qui avait fixé le taux de 1 0/0 pour tous les bons. Au 13 septembre 1914, il y a en circulation 350 millions de bons à forme d'avant-guerre et pourtant un décret du 2 septembre avait porté leur maximum à 940 millions. Au 31 décembre, il n'y en a plus que 149 millions.

n'avaient plus beaucoup de succès comme nous venons de le voir; les impôts reentraient mal, les avances de la Banque procuraient bien des ressources, mais il fallait trouver autre chose, à cause de leurs inconvénients, qui permît de ne pas les exagérer. C'est dans ces conditions que furent créés par le décret du 13 septembre 1914, les bons dits « de la Défense Nationale » qui devaient jouer dans nos finances de guerre un rôle de la plus haute importance.

Cause du succès des bons nouveaux. — Comme les bons du Trésor à forme ancienne, les bons de la Défense Nationale sont des placements courts qui s'adressent aux capitaux flottants et à l'épargne en formation, et non à l'épargne constituée que visent les grands emprunts. Ils s'adressent à toutes les catégories de public, quelle que soit leur richesse et pour cela les coupures sont de divers montants : 100, 500, 1.000, 10.000, 100.000 francs (1), de diverses durées : 3 mois, 6 mois ou un an ; la durée est essentiellement fixe et il faut opter entre le choix de ces trois sortes de bons.

L'intérêt est de 5 % (2). Il est payable d'avance, ce qui fait ressortir le placement à un taux réel de 5,26 environ. Il n'est pas soumis à l'impôt des valeurs mobilières. D'autre part, la souscription est occulte et ne laisse pas de traces. Reproduisons ici le communiqué qui fut adressé par le

(1) Le décret du 10 août 1915 crée même des bons de la Défense nationale à 5 fr. et 20 fr. au porteur et à échéance d'un an, produisant un intérêt de 5 0/0 payable à terme échu.

(2) Pourtant, le 10 décembre 1914, il fut ramené à 4 0/0 pour les bons à trois mois souscrits à partir du 21 décembre, ce qui représentait, avec l'avantage du souscripteur d'être payé d'avance, un intérêt réel de 4,16 environ. Plus tard, il fut ramené à 4 1/2 0/0 pour les bons à 6 mois. Ajoutons qu'un arrêté ministériel, inséré au *Journal Officiel* du 26 février 1922 fixa le taux à 4 1/2 0/0 pour les bons à un an, 4 0/0 pour les bons à 6 mois, 3 1/2 0/0 pour les bons à 3 mois, mais, en février 1923, les taux sont élevés de nouveau à 5 0/0, 4 1/2 0/0 et 4 0/0.

Ministre des Finances dans les premiers jours du mois d'août 1920 à toute la presse :

« Les bons de la Défense Nationale sont achetés et remboursés sans la moindre formalité chez tous les comptables du Trésor et dans tous les bureaux de poste. En échange des billets de banque, on remet un bon en payant les intérêts d'avance, *sans faire signer la moindre pièce comptable, sans demander de nom*. Il en est de même lorsque le bon vient à échéance et que l'on désire en toucher le montant, on le remet au comptable, qui le rembourse immédiatement ».

Cette assurance de discrétion a été une des principales causes de succès des bons, surtout dans les campagnes où le souscripteur désire plus qu'ailleurs que l'on ne connaisse pas ses disponibilités monétaires. De plus, beaucoup de personnes, par la suite, furent particulièrement séduites par ce caractère du bon, parce qu'elles ne voulaient pas donner au fisc d'indications qui eussent pû lui être utiles dans le contrôle des déclarations d'impôts sur le revenu ou pour taxer d'office le contribuable, ou bien parce qu'elles voulaient frauder en ne comptant pas les intérêts des bons dans leur revenu global.

La souscription des bons est facile, puisque les bons sont écoulés dans le public par l'intermédiaire :

- De tous les comptables directs ;
 - Des receveurs des administrations financières;
 - Des receveurs des postes,
- moyennant une remise à leur profit.

Aucune formalité n'existant pour le remboursement, les bons sont transmissibles et peuvent servir à effectuer les paiements.

L'article 1^{er} du décret du 13 septembre 1914, qui institue les bons de la défense nationale, stipule que les bons à 6 mois ou 1 an seront admis pour la libération des souscriptions à tous emprunts futurs avec droit de préférence pour les souscripteurs de ces emprunts à concurrence du montant des bons qu'ils remettront au trésor; les bons doivent être repris au pair, sous déduction, s'il y a lieu, de l'intérêt correspondant au temps qui resterait à courir. Le droit de préférence, accordé aux souscripteurs en bons de la Défense Nationale des emprunts futurs, est un avantage pour les souscripteurs qui profiteront de leur privilège, dans le cas où l'emprunt serait souscrit plusieurs fois ou pour une somme supérieure au chiffre demandé. On ne pourrait réduire en ce cas les souscriptions faites en bons de la Défense Nationale. Il est d'ailleurs juste que ceux qui, dans les moments difficiles, sont venus aider l'Etat par la souscription à ces bons, puissent revendiquer les premiers, plus tard, les avantages d'un emprunt à longue durée. Etant donnée l'existence de cette disposition, on peut dire aussi que les bons de la Défense Nationale ont servi, non seulement à apporter au Trésor des ressources immédiates, mais encore à préparer le succès des grands emprunts en canalisant les épargnes pour les diriger vers les placements à long terme par la suite.

Une circulaire de la Banque de France du 24 novembre 1914 signale que, d'une part les bons de la Défense Nationale peuvent être acceptés en garantie d'avances pour 80 % de leur valeur nominale et que, d'autre part, les mêmes bons peuvent être admis à l'escompte lorsque le délai, restant à courir jusqu'à leur échéance, ne dépasse pas trois mois.

Les bons en question furent dotés d'un nom particulière-

ment heureux, celui de « bons de la Défense Nationale », puisque ce nom donne à ceux qui souscrivent l'impression de coopérer avec leurs ressources à l'œuvre patriotique de la défense du territoire. C'est là une autre cause de leur succès.

Au début leur souscription fut très favorisée par les circonstances : la bourse fermée; certains épargnants hésitant encore à verser leurs disponibilités dans les banques à cause du souvenir du moratorium récent. Le Trésor, offrant de recevoir les fonds du public en compte courant sous une forme spéciale, c'est-à-dire avec retraits fixés soit à un an, soit à six mois, soit à trois mois, il était probable que ces facilités seraient appréciées. Par la suite, les effets des avances de la Banque à l'Etat se firent sentir par l'abondance des billets en circulation et par l'importance des bénéfices réalisés. Sans doute la thésaurisation immobilisait de ces épargnes, mais une grande partie de l'excédent de la circulation nouvelle était consacrée aux souscriptions aux bons nouveaux.

Importance du succès des bons de la Défense Nationale. — Au 13 septembre 1914 le maximum des bons que le ministre était autorisé à émettre s'élevait à 940 millions en vertu du décret du 2 septembre 1914 (1). Cette limite visait l'ensemble des bons aussi bien les bons de la Défense Nationale que ceux de forme ancienne, comme d'ailleurs les décisions ultérieures qui élevèrent ce maximum. Celles-ci furent : le décret du 3 décembre 1914 élevant le chiffre à 1.400 millions, la loi du 26 décembre 1914, le faisant passer brusquement à 2 milliards 1/2 sur la demande qu'avait faite M. Ribot à ce sujet dans son discours du 22 décembre 1914, la loi du 10 février

(1) Le décret du 2 septembre 1914 avait lui-même modifié un texte contenu dans la loi de finances du 15 juillet 1914 d'après lequel le maximum permis n'était que de 600 millions.

1915 fixant le chiffre de 3 milliards 1/2, la loi du 27 mars 1915 celui de 4 milliards 1/2, la loi du 18 mai 1915 celui de 6 milliards, tout en stipulant que ne seront pas comptés « les bons que le ministre des Finances est ou serait autorisé à remettre à la Banque de France pour escompte au profit des pays alliés ou amis », et le chiffre fut périodiquement élevé, au fur et à mesure que le montant des bons en circulation se rapprochait du maximum permis.

Voyons maintenant à combien se montait le chiffre des bons de la Défense Nationale à certaines périodes :

	5 octobre 1914.....	218 millions	
	20 novembre 1914.....	700 —	
	31 janvier 1915.....	2.478 —	
	15 février 1915.....	3.100 —	
	15 mars 1915.....	3.870 —	
	7 mai 1915.....	4.337 —	
(1)	{	12 novembre 1915.....	8.353 —
		31 décembre 1915.....	6.962 —
		30 avril 1916.....	10.019 —
		31 juillet 1916.....	13.166 —

à la même date les bons ordinaires ne représentent que 44 millions.

(1)	{	30 septembre 1916.....	15.074 millions
		Fin décembre 1916.....	12.564 —

(dont 7 millions seulement pour bons à 5 et 20 francs).

(1) Ces diminutions des bons proviennent de ce que de nombreux prêteurs les ont utilisés pour souscrire aux emprunts de 1915 et 1916.

31 août 1917.....	20.761 millions
15 novembre 1917.....	22.966 —
(veille du 3 ^e emprunt).	
31 décembre 1921.....	65.420 millions
(d'après documents officiels).	

On peut faire, au sujet de l'élévation du chiffre des bons qui se dégage de ce tableau, les réflexions suivantes :

1° L'augmentation est continuelle. Sans doute, lors de la souscription des emprunts, le niveau baisse brusquement, mais le mouvement d'ascension reprend peu après ;

2° L'augmentation est extrêmement forte. A partir de janvier 1915, l'augmentation mensuelle n'a jamais été inférieure à 500 millions et pendant les premiers mois de 1917, elle a été de 1 milliard à 1100 millions. Il est probable, toutefois, que les créateurs de bons de la Défense Nationale, au moment de leur institution, n'auraient pu prévoir une ascension aussi forte, mais surtout s'imaginer que le mouvement se perpétuerait après l'armistice, car le bon n'était considéré par eux que comme un instrument de guerre, devant être absorbé par les emprunts de consolidation.

3° Les chiffres des bons de la Défense Nationale, bien qu'empruntés à des documents officiels, ne sont quelquefois pas des chiffres exacts (1). Une controverse dans la presse et au Parlement s'est élevée dans le courant de 1922 sur le chiffre réel des bons de la Défense Nationale en circulation, et l'on avait relevé un écart de 7 milliards entre deux modes d'estimation de ces bons alors en circulation.

Faut-il remplacer les bons de la Défense Nationale par des

(1) Voir *le Matin* du 27 janvier 1922.

billets de Banque. — Un certain nombre de personnes ont suggéré aux pouvoirs publics de rembourser les bons au moyen de papier monnaie qui serait émis au fur et à mesure que lesdits titres viendraient à échéance. Les arguments invoqués en faveur de ce projet sont les suivants : les bons sont l'équivalent d'une véritable monnaie et on les accepte couramment en paiement ; leur montant agit sur les prix comme les billets ; ils ont donc le même inconvénient que ces derniers ; mais ; d'autre part, les billets ont sur les bons un avantage de premier ordre : celui d'être infiniment moins onéreux pour l'Etat.

Ce raisonnement est basé sur une erreur : les bons n'ont pas sur les prix le même effet que les billets ; en effet, les bons ne servent pas, en principe, d'instrument de paiement et le nombre de ceux qui sont entraînés dans la circulation est infime, comparé à la totalité des bons émis. Les bons n'ont pas cours légal (1). Par suite, lors de la souscription du bon, il y a transfert à l'Etat du pouvoir d'achat que représentaient les billets possédés préalablement par le souscripteur, mais il n'y a pas remplacement dans le patrimoine de ce dernier par un nouveau pouvoir d'achat que représenteraient les bons. Il y a simplement transfert de pouvoir d'achat et non dédoublement ; aucune influence sur les prix, par conséquent. Au moment du remboursement du bon, il y a retour du pouvoir d'achat du patrimoine de l'Etat au patrimoine du possesseur du bon, à une condition : c'est que l'Etat rembourse avec les billets qui existaient et non avec de nouveaux billets. Dans ce

(1) Il faut signaler sur ce point une proposition de loi du 28 juin 1917 tendant à accorder aux bons le cours légal, de façon à les transformer en instruments de paiement, ce qui aurait eu pour effet, d'après le promoteur de la réforme, d'en augmenter encore le succès.

dernier cas, en effet, le détenteur des bons recouvrerait bien son pouvoir d'achat, mais l'Etat conserverait le sien. Il y aurait doublement des pouvoirs d'achat, d'où conséquence sur les prix.

En définitive, sans doute les bons sont plus onéreux en apparence pour l'Etat que les billets, mais si le projet, proposant de remplacer les bons par des billets, avait été voté, ce serait l'inflation avec ses conséquences les plus terribles. C'en serait fait du crédit du pays.

Emission d'autres bons en France. — Il faut d'abord signaler que les bons de forme ancienne continuèrent d'exister pendant toute la guerre. Ils eurent pendant longtemps un rôle assez effacé en raison des avantages qu'avaient sur eux pour le souscripteur, au point de vue du taux, les bons de la Défense Nationale.

Au 31 décembre 1914, il n'y en a plus que pour 149 millions, 44 millions au 31 juillet 1916 (1).

Il faut ensuite noter les bons communaux et départementaux. Le décret du 21 septembre 1914 autorisa les communes et départements à émettre des bons, de même que l'Etat émettait des bons du Trésor. La ville de Paris usa de cette prérogative. Le décret du 7 novembre 1914 l'autorisa à émettre pour 120 millions de bons d'un an, dont le taux effectif ne pourrait pas dépasser 6 %. Le décret du 13 juillet 1915, nouvelle édition du précédent, permet une nouvelle émission de 120 millions (portée à 178 millions par le décret du 6 août 1915) le décret du 17 avril 1916 de 300 millions, un décret du

(1) Leur intérêt ayant été relevé en 1918, il y en a deux milliards en circulation à la fin de 1919.

20 mai 1916 de 42.447.300. Entre temps, divers décrets autorisaient le renouvellement des bons émis.

Le département de la Seine était autorisé par un décret du 20 mai 1916 à émettre des bons départementaux pour une somme de 42.170.000 francs. Ces bons étaient d'un montant élevé, 1.000, 10.000, 50.000, 100.000 fr., 1 million, alors que ceux de la ville de Paris n'étaient que de 100, 500 et 1.000 fr.

La loi du 30 décembre 1915 autorisa l'Algérie à émettre des bons à échéance d'un an, renouvelables, pour une somme maxima de 50 millions.

La dette à court terme dans les autres pays belligérants que la France. — Parlons d'abord de l'Angleterre. D'abord, les Treasury Bills qui existaient en temps de paix et servaient à l'emploi des disponibilités temporaires des banques et des grandes sociétés. Ils étaient à l'échéance minima de trois mois, maxima de un an ; mais, à partir d'avril 1915, on en changea légèrement le mode d'émission ; il fut décidé qu'au lieu d'être placés au moyen des soumissions, basées sur le taux d'intérêt demandé par le preneur, on les vendrait aux guichets de la Banque d'Angleterre à un taux fixé par le Trésor. En même temps, le montant des bills était abaissé à £ 1.000. Le 30 décembre 1916, les Treasury Bills s'élevaient à £ 1.115 millions.

Les « War savings certificates » sont une création de guerre. Ce sont des bons de petit montant, 15 sh. 6, qui s'adressent par conséquent à la petite épargne, exempts de l'income-tax, remboursables à £ 1 au bout de 5 ans. Ils sont émis par les bureaux de poste. Au début de mars 1917, il y en avait pour £ 74 millions en circulation, ce qui est beau-

coup, étant donné le faible montant de ces titres. A cause de leur durée assez longue, ils se rapprochent plutôt de nos obligations de la Défense Nationale que de nos bons. Cette dernière réflexion s'applique d'ailleurs aux « War expenditure certificates » créés quelques mois après les précédents, à l'échéance d'un an, qui n'ont pas eu de succès et aux « Exchequer Bonds » créés en même temps que les « War expenditure certificates », mais qui sont à l'échéance de trois ou cinq ans, avec une coupure minima de £ 100 et dont le montant s'élevait fin mars 1917 à £ 320 millions.

En Allemagne, la dette à court terme, fut représentée par les bons et les traites. Les premiers, variant d'une échéance de moins de quatre semaines à un maximum de trois mois, étaient transmis à la Reichsbank qui les prenait à l'escompte au taux de 5 %, puis rétrocédés par cette dernière Banque aux autres banques, caisses d'épargne, coopératives de crédit et même à de grosses maisons industrielles et commerciales au taux de 4 1/2 %. Les deuxièmes étaient des traites tirées sur le Trésor par ses créanciers, généralement des fournisseurs. Ces derniers les faisaient escompter à la Reichsbank qui les rétrocédait ensuite dans les mêmes conditions que les bons (1). Dans le cas des bons, le Trésor touchait certains fonds qu'il empruntait; dans le cas des traites, il échappait à l'exigence immédiate de ses créanciers.

Il faut signaler aussi en Allemagne que, pendant les périodes de souscription aux emprunts, en même temps que des titres de rente, des obligations du Trésor allemand étaient offertes.

En Russie, des effets du Trésor furent créés dont la plus

(1) *Les Finances de guerre de l'Allemagne* (de M. Charles Rist).

grande partie était remise à la Banque de l'Etat en garantie de ses avances et dont une autre part était placée dans le public.

§ 5. — *L'émission des obligations de la Défense Nationale.*

Les obligations du Trésor en temps de paix. — Les obligations de la Défense Nationale ne sont pas, en réalité, une innovation. Ce sont simplement des obligations du Trésor un peu modifiées quant à la façon dont elles sont placées, quant au montant des coupures. Il convient de dire quelques mots de ces obligations du Trésor, avant d'étudier les autres.

Les obligations du Trésor avaient une durée de 30 ans au plus. On distinguait d'ailleurs, les obligations à long terme et les obligations à court terme. Les premières étaient celles qui avaient de 15 à 30 ans d'existence. Il n'y en avait plus depuis 1891. Les secondes étaient celles qui avaient moins de 15 ans d'existence; avant 1914, il n'en existait plus qu'un seul type, les obligations sexennaires qui n'étaient pas, comme leur nom semble l'indiquer des obligations de six ans d'existence, mais des obligations d'une durée maxima de 6 années; autrement dit, ce pouvaient être des obligations de 2 ou de 4, ou de 6 années par exemple. Au 1^{er} janvier 1915 il y avait pour 335 millions en circulation de ces obligations sexennaires.

Les obligations du Trésor n'étaient pas très goûtées des particuliers en temps de paix parce qu'elles procuraient une trop courte durée de placement. Elles constituaient pour les établissements financiers, comme les bons du Trésor, un

emploi excellent de leurs fonds. Ils en prenaient des masses importantes et le marché se réglait le plus souvent de gré à gré. Les coupures étaient invariablement de 500 francs.

Création des obligations de la Défense Nationale à 10 ans.

— Nous avons vu que le 13 septembre avaient été créés les bons de la Défense Nationale, qui n'étaient autres que des bons du Trésor quelque peu modifiés de façon à en étendre le marché. Ils constituaient un placement à très court terme; mais ils ne s'adaptaient pas aux capitaux en quête d'un emploi durable qui ne consistât cependant pas en titres perpétuels. La création des obligations de la Défense Nationale devait offrir un placement favorable à ce point de vue. Ce n'était pas une création, à proprement parler, mais plutôt une adaptation des obligations du Trésor avec quelques retouches destinées à rendre les obligations accessibles au particulier qui, de toutes façons, les aurait autrefois délaissées parce que, constituant à son gré un placement trop court; mais qui, maintenant recherchait à prêter ses capitaux pour une durée intermédiaire de celle des emprunts à long terme et des bons de la Défense.

Ce n'est que le 10 février 1915 qu'une loi autorisa le ministre des Finances à émettre, au mieux des intérêts du Trésor, des obligations dont l'échéance ne pourra pas dépasser 1925.

Le ministre des Finances, conformément à cette loi, crée par le décret du 13 février 1915, les obligations de la Défense Nationale à 10 ans. Voici les principales dispositions contenues dans le décret en question :

Les obligations prennent le nom d'obligations de la Défense

Nationale, nom heureux puisqu'il donne au souscripteur l'impression de faire un effort patriotique. L'intérêt est de 5 % payable deux fois l'an les 16 février et 16 août et d'avance.

Les obligations sont émises à 96,50 ; de plus, on déduit de cette somme l'intérêt correspondant à la période du semestre en cours non écoulé lors de la souscription.

Le remboursement se fera au pair le 16 février 1925 (1). Toutefois, à partir du 16 février 1920, le Trésor pourra les rembourser au pair à toute date, sauf décompte des intérêts.

Les obligations sont exemptes d'impôt pour toute leur durée.

Elles sont délivrées soit au porteur, soit à ordre avec faculté de transmission par endossement.

Enfin l'Etat s'engage à permettre l'échange des obligations contre des titres des emprunts de l'Etat qui seront émis avant le 1^{er} janvier 1918. Les obligations seront estimées à 96.50, chiffre que l'on augmentera de la portion déjà acquise de la prime de remboursement et que l'on diminuera des intérêts déjà payés pour la période non écoulée du semestre en cours.

Un arrêté du 13 février 1915 complète les dispositions du décret. Voici les mesures les plus importantes qui y sont contenues :

La souscription doit être faite au comptant. Le prix est payable en numéraire, en billets de la Banque de France, de la Banque d'Algérie, en mandats de virement sur la banque de France, en certificats provisoires des rentes 3 1/2, à condition qu'ils aient été libérés avant le 1^{er} février 1915, ou en

(1) En raison de la prime de remboursement de 3 fr. 50, le taux réel est de 5 fr. 26 environ.

titres définitifs remis en échange de ces certificats (1), en bons de la Défense Nationale.

Enfin, notons deux mesures qui sont surtout destinées à permettre le classement des obligations : les coupures sont de 100, 500, 1.000 francs (alors que les coupures des obligations du Trésor du temps de paix n'étaient que de 500 fr.). La souscription, d'autre part, sera faite aux guichets des comptables directs, des receveurs des administrations financières, des receveurs des postes.

La loi du 1^{er} juillet 1915 avantage aussi l'émission des obligations de la Défense Nationale, puisqu'elle décide que lesdites obligations peuvent être affectées aux mêmes placements ou emplois que les rentes sur l'Etat.

Création des obligations de la Défense Nationale à 5 ans.
— Ce sont le décret du 9 février 1917 et l'arrêté en date du 10 février 1917 qui organisent l'émission d'obligations de la Défense Nationale à 5 ans. Voyons d'abord quelles sont les dispositions identiques à celles qui concernent les obligations à 10 ans :

L'intérêt est au taux de 5 %. Il est payable d'avance semestriellement. Les titres sont exempts d'impôt. Ils sont au porteur ou à ordre avec faculté de transmission par endossement. La souscription se fait de la même façon que pour les obligations décennales; les coupures sont du même montant.

Il y a cependant quelques nouvelles mesures.

D'abord l'émission se fait au pair, à 100 francs. Le souscripteur peut opter entre deux périodes de remboursement : au bout de 5 années, à 102 fr. 50, ou bien au pair, c'est-à-dire

(1) Grâce à cette mesure, presque tout l'emprunt 3 1/2 amortissable disparut et fut remplacé par des obligations de la Défense Nationale.

à 100 francs, soit à la fin de la première année, soit à toute échéance semestrielle ultérieure.

L'intérêt réel, si le souscripteur choisit le remboursement au bout d'une année ou à toute échéance semestrielle ultérieure, est de 5.1875.

En effet, l'intérêt touché chaque année équivaut à 5 francs plus l'intérêt pendant un an de la portion, soit 2 fr. 50, touchée un an d'avance, plus celui, pendant 6 mois, de 2 fr. 50, deuxième portion touchée 6 mois plus tôt. Cet intérêt réel est moins fort que celui des bons de la Défense Nationale qui était de 5,26.

Au contraire, si le souscripteur choisit le remboursement, au bout de 5 années, l'intérêt réel de 5.1875 est encore augmenté de la portion pour l'année de la prime de remboursement, portion égale à 0 fr. 50 et l'intérêt réel est de 5.6875, plus fort que celui des bons.

L'article 3 du décret stipule ensuite que les obligations quinquennales pourront être échangées contre des titres d'emprunts d'Etat qui seraient émis avant le 1^{er} janvier 1920 (et non le 1^{er} janvier 1918 comme pour les autres obligations). Les obligations seront évaluées au prix d'émission (c'est-à-dire 100 francs) augmenté de la portion déjà acquise de la prime de remboursement.

SUCCÈS DES OBLIGATIONS DÉCENNALES ET QUINQUENNALES DE LA DÉFENSE NATIONALE

Voici, à différentes dates, le capital nominal des obligations décennales qui étaient souscrites.

Obligations décennales

	17 mars 1915.....	1.060 millions	
	30 avril 1915.....	1.724	—
1 ^{er} emprunt	{ 30 novembre 1915.....	3.823	—
	{ 31 décembre 1915.....	632	—
	30 avril 1916.....	766	—
	31 juillet 1916.....	1.037	—
2 ^e emprunt	{ 30 septembre 1916.....	1.430	—
	{ 31 octobre 1916.....	426	—
	Fin décembre 1916.....	453	—
	1 ^{er} septembre 1917.....	546	— (1)

Obligations quinquennales

31 août 1917.....	241 millions
15 novembre 1917.....	294 —

Il faut faire, quant à ces tableaux, les remarques suivantes :

1° Si les souscriptions, au début, paraissent être très fortes, cela est dû, pour la plus grande part, à l'échange que firent les porteurs, de 3 1/2 amortissable, de certificats provisoires ou de titres définitifs;

2° Pendant la période de souscription aux emprunts 5 % 1915 et 1916 et pendant quelques semaines qui suivirent cette période de souscription, l'émission des obligations décennales de la Défense Nationale fut suspendue. Par exemple le décret du 16 novembre 1915 suspend l'émission des obliga-

(1) Fin 1922, le total des obligations de la Défense Nationale en circulation est de 2.100 millions. Ce chiffre comprend pour 925 millions d'obligations sexennales, directement remises à des sinistrés en paiement d'indemnités de dommages de guerre pendant le deuxième semestre de 1921.

tions, qui ne sera reprise que le 20 mars 1916, en vertu du décret du 9 mars 1916. Lors de la souscription du deuxième emprunt, il y a suspension du 1^{er} octobre 1916 (en vertu du décret du 16 septembre 1916) jusqu'au 16 février 1917 (la reprise de l'émission ayant lieu en vertu du décret du 9 février 1917 qui crée en même temps, comme nous l'avons vu, les obligations quinquennales de la Défense Nationale) (1).

Ces suspensions expliquent que le chiffre des obligations, qui se trouve abaissé brusquement du fait qu'une partie des souscriptions aux nouvelles rentes se fait au moyen des obligations, ne se relève pas pendant les quelques semaines qui suivent la période de souscription à l'emprunt.

Nous avons examiné dans ce long chapitre quatre catégories de ressources intérieures de l'Etat pendant la guerre : les ressources fiscales, les avances des banques de France et d'Algérie, les bons et les obligations de la Défense Nationale.

Les premières n'ont apporté aucun secours, du moins pendant les deux premières années, aux dépenses extraordinaires de guerre, puisqu'elles étaient même inférieures à leur chiffre des temps de paix et avaient par suite de la difficulté à couvrir les dépenses de paix. Les obligations de la Défense Nationale ont eu une importance, certes, mais leur chiffre n'a jamais été très fort, comparé aux avances de la Banque de France et aux bons de la Défense Nationale. Ces deux dernières ressources furent en effet primordiales et l'on peut dire que ce furent pendant longtemps les seuls moyens financiers de guerre. Les emprunts dont nous parlerons plus loin apportèrent beaucoup de ressources en apparence, mais une grande

(1) L'émission est d'ailleurs suspendue depuis le 15 février 1922.

part était destinée à consolider la dette flottante représentée par ces deux grands éléments : avance de la banque, bons de la Défense.

(Annexe n° 5)

MOUVEMENT GÉNÉRAL DES PRIX DE GROS. NOMBRES-INDICES (1)

Epoques	FRANCE		ANGLETERRE		ITALIE	
	20 Denrées alimentaires	25 Matières industrielles	Viandes	Minérales	Céréales et viandes	Minéraux Métaux
1917 Juin	248.8	333.2	280.5	231.4	229.7	723.6
Mai	240.8	319.2	269.0	233.3	227.2	717.9
Avril	247.3	304.5	258.8	225.5	227	646.9
Mars	220.8	299.7	»	»	226	626.6
Février	218.8	294.5	»	»	221.8	544.4
Janvier	211.5	279.5	239.4	219.3	210.4	507.1
1916 3 ^e trimestre.....	189.6	236.7	207.8	206.9	187.3	402.8
1 ^{er} trimestre.....	187.9	221.8	173.2	194.9	179.9	434.3
1915 3 ^e trimestre.....	152.9	172.3	177.5	165.0	156.9	253
1 ^{er} trimestre.....	139.8	147.2	146.9	143.3	142.9	167
1914 3 ^e trimestre.....	120.3	114.1	132.8	131.7	»	»

(1) Tableau emprunté à l'ouvrage de M. Germain Martin, *Le Problème du Crédit en France*.

CHAPITRE V

L'INFLUENCE DES ÉVÉNEMENTS DE GUERRE SUR LA CONDUITE FINANCIÈRE

L'influence des événements de guerre se manifeste de façons différentes sur la conduite financière de la guerre par un pays.

En premier lieu, les événements de la guerre peuvent donner une indication sur la durée de la lutte et l'on peut faire un pronostic fondé sur son issue. Si l'on prévoit qu'elle doive durer seulement quelques semaines, comme la guerre d'Italie de 1859 ou la guerre de la Bohême de 1866, ou six mois comme en 1870, le plan financier des ressources à trouver n'est pas le même que si l'on prévoit qu'elle peut durer 18 mois comme la guerre de Mandchourie de 1904-1905.

En second lieu, l'Etat, qui, au cours d'une guerre qui s'annonce très dure et très longue, semble avoir le dessous, trouve bien plus difficilement des fonds que celui qui paraît devoir être vainqueur.

Enfin la question des alliances joue un rôle extrêmement important.

Le Gouvernement qui, autrefois, avait pour allié l'Angleterre, trouvait plus facilement des ressources financières et

économiques que son adversaire, — et dans l'avenir le pays qui aura les Etats-Unis pour lui aura un avantage incontestable. *A fortiori*, si une nation a pour elle ces deux alliés, la Grande-Bretagne et les Etats-Unis, elle aura économiquement et financièrement des moyens supérieurs à ses adversaires, à condition que ses alliés conservent la maîtrise de la mer.

Indications que donnent les événements de guerre quant à la durée de la lutte. — Il est certain qu'une victoire retentissante est quelquefois décisive quant au sort des armes, et qu'elle doit amener très vite une paix victorieuse. Il est donc permis au pays, vainqueur à cette bataille, d'escompter une fin prochaine et heureuse de la guerre et de baser la conduite financière sur ce pronostic.

Les Allemands, au début de la guerre de 1914 sont particulièrement heureux dans les résultats militaires. Vainqueurs à Charleroi et à Morhange, ils avancent en Belgique et en France avec une rapidité foudroyante. Ils peuvent bien compter, à ce moment-là, sur une victoire qui leur permettra de faire supporter aux vaincus tous leurs frais de guerre. Inutile, par suite, de recourir aux impôts.

Malgré la stabilisation du front par la suite, et les prévisions de guerre de longue durée qui en résultent, l'empire allemand, confiant dans la victoire prochaine, ne demande pas en 1915 d'effort fiscal à ses sujets. Pourtant, en 1916, après Verdun, il y a élévation des taxes indirectes et, en 1917, création d'impôts nouveaux.

En France, dès que l'on s'aperçut que la guerre devait durer très longtemps, on se rendit compte que les ressources,

fournies par les emprunts à la Banque de France et par les souscriptions aux bons de la Défense Nationale, ne seraient pas suffisantes ; on fit d'abord appel à des fonds nouveaux par l'émission d'obligations. Le 25 novembre 1915, la souscription d'un emprunt à long terme fut ouverte. Sans doute, pour d'autres raisons, il eût été assez difficile d'émettre cet emprunt beaucoup plus tôt, mais on peut assurer qu'une cause de l'émission tardive fut que, dans les premiers mois de la guerre, l'on s'imaginait que les hostilités dureraient au plus un an, qu'on pourrait, par suite, attendre la paix pour émettre un emprunt de consolidation. Mais la guerre d'usure avait commencé pendant l'hiver 1914-1915 sur le front français, à la suite de la stabilisation sur l'Aisne et de la course à la mer. En Russie, après la défaite de Tannenberg, les Russes avaient dû évacuer la Prusse Orientale et subir au printemps de 1915 de rudes assauts des armées allemandes et austro-allemandes qui les avaient fait battre en retraite sans les entamer sérieusement. Cependant en septembre 1915, une double offensive française en Champagne et en Artois n'obtenait que des succès partiels au lieu de la percée victorieuse que l'on en escomptait. Tous ces événements militaires étaient de nature à faire croire que la guerre durerait longtemps.

Influence des événements de guerre sur la facilité pour l'Etat de se procurer des ressources. — Lorsqu'un pays, pendant une guerre, se trouve envahi et privé de ses régions les plus industrielles, il est certain qu'il devient plus difficile pour lui de se procurer des ressources. Tel fut le cas de la France qui perdit, dès les premières semaines de guerre, ses

mines de charbon les plus importantes du Nord et du Pas-de-Calais, ses établissements métallurgiques du Nord et de l'Est et toute l'industrie textile de la région Lille et Roubaix, sans compter l'abandon des magnifiques ressources agricoles qu'offre la même région.

Comme les départements envahis étaient riches, et parmi les plus denses, comme population, de toute la France, la rentrée de nos impôts directs ou indirects se trouvait automatiquement diminuée dans les plus larges proportions, du fait de l'invasion. Il faut ajouter que les habitants du Nord et de l'Est de la France, qui avaient fui devant l'ennemi et s'étaient réfugiés dans les autres parties du territoire français, n'avaient pas prévu la longue durée de la guerre et n'avaient pu se munir que de ressources restreintes. Un grand nombre d'entre eux devinrent rapidement à la charge du Trésor français.

En raison de ces circonstances, M. Ribot estima que l'Etat ne saurait demander un nouvel effort fiscal quelconque aux contribuables et, en fait, en 1914 et en 1915, aucun impôt nouveau ne fut créé et aucune élévation de taxe ne fut décidée. Ce n'est qu'en 1916 qu'un premier effort fiscal fut accompli précédant un effort plus considérable en 1917.

D'autre part, il faut que ceux qui prêtent leur argent à l'Etat aient confiance en lui et croient à la fois qu'ils font un placement plein de sécurité et qu'ils retrouveront sûrement leurs fonds.

Sans doute, il y a un facteur psychologique de patriotisme qui pousse les capitalistes à apporter leurs fonds à l'Etat pour soutenir la lutte, — mais il faut que les souscripteurs aient en vue à la fois un rendement intéressant et la certitude

de retrouver leur mise, — même, s'il y a lieu, avec une plus-value.

Si les capitalistes avaient cru qu'en plaçant leurs fonds en valeurs de l'Etat français, ils faisaient une opération très aléatoire et qu'ils risquaient de perdre leur capital ou de voir suspendre le service de leurs arrérages, quel que soit l'intérêt qu'il y aurait pour le pays à avoir ces fonds pour continuer la lutte, la question ne se serait plus présentée de la même façon. Cela n'eût plus été une affaire de placement, mais presque simplement une souscription patriotique et les résultats eussent été singulièrement réduits. En 1871, on avait tenté d'organiser une souscription pour aider l'Etat à payer l'indemnité de guerre de 5 milliards de francs. Les résultats avaient été des plus médiocres et des plus décevants. Certes, ceux qui, aux mauvaises heures de la guerre, sont venus aider l'Etat en lui prenant des bons et des obligations de la Défense Nationale ont patriotiquement contribué à la victoire, mais ils avaient confiance dans le crédit du pays et n'étaient inquiets ni de la régularité du paiement des intérêts ni de la sécurité du remboursement. Ils croyaient à la victoire. Le succès des appels de l'Etat au crédit est lié aux événements militaires. Cela est de toute évidence.

L'Etat français l'avait très bien compris et il s'est efforcé, dans la mesure du possible, de faire appel au public, précisément dans les moments où la situation militaire paraissait la plus favorable aux armées alliées. Par exemple l'émission des bons de la Défense Nationale a commencé alors que le public était sous l'impression de la victoire de la Marne. Il est certain que le premier succès de ces bons eût été considérablement moins important, si l'émission avait commencé le

20 août par exemple. L'émission des obligations de la Défense Nationale commença le 25 février 1915, alors que l'on avait ici pleine confiance dans l'issue de la lutte en raison de l'échec des offensives allemandes de la Marne et de l'Yser. L'opinion générale était la suivante : « du moment qu'ils n'avaient pas réussi dès le début, au moment où ils étaient infiniment supérieurs au point de vue armements, les Allemands ne réussiraient plus jamais, le temps jouant pour les alliés, en leur permettant de rattraper le retard ».

Le premier grand emprunt français ne fut lancé que le 25 novembre 1915, à un moment où l'opinion publique était très favorablement impressionnée par les récents événements : en Russie, la reprise de l'offensive qui s'effectuait victorieusement depuis le 1^{er} septembre 1915, l'aide apportée par les Italiens qui s'étaient mis à nos côtés le 23 mai 1915, les succès obtenus par les Alliés en Champagne et en Artois. Le deuxième grand emprunt français fut souscrit du 5 au 29 octobre 1916. L'Etat français avait choisi son heure habilement. En effet, sur le front de France non seulement l'offensive allemande, déclanchée le 21 février 1916 par les Allemands dans la région de Verdun, avait été arrêtée, mais une contre-offensive de nos troupes, commencée le 24 juin, s'effectuait avec le plus grand succès. D'autre part, l'offensive franco-britannique, commencée le 1^{er} juillet sur la Somme, se poursuivait heureusement. Les Italiens avaient en mai repoussé une offensive austro-hongroise, contre-attaqué victorieusement et pris Gorizia en août. Les Russes, en juin et en août 1916 avaient pris l'offensive; ils avaient avancé rapidement et leurs succès avaient même déterminé la Roumanie à se ranger à nos côtés le 27 août 1916; en Orient, les armées alliées avaient pris l'of-

fensive le 10 septembre et s'étaient emparé de Monastir. La situation était donc excellente en octobre 1916.

En Allemagne, où un grand emprunt fut émis tous les six mois à peu près régulièrement, il ne put pas en être tout à fait de même.

Certes, l'élan patriotique, on doit le constater, fut très fort et très constant chez eux, mais, jusqu'en 1918, si le grand Etat-Major ne croyait peut-être plus à la victoire définitive des armées allemandes, l'opinion publique allemande, elle, y croyait et en voyant successivement les troupes allemandes occuper Lille, Anvers, puis Belgrade, Bucarest, Varsovie, avec des lignes à 90 kilomètres de Paris, elle pouvait se faire des illusions qu'entretenaient une presse et une propagande tout à fait actives et qui savaient très bien exploiter les événements heureux, cacher ceux qui étaient défavorables à l'Allemagne.

C'est ainsi que la défaite allemande sur la Marne, qui coïncidait avec le premier grand emprunt allemand, ne fut pas connue du public allemand, ou du moins que sa portée en fut cachée à celui-ci, puisqu'on présenta la retraite allemande comme un simple repli stratégique. Par contre, les succès partiels, que les Allemands pouvaient obtenir sur le front français, étaient exploités avec lyrisme, — et les succès réels qu'ils obtenaient sur les fronts de l'Est défigurés et présentés comme devant amener à bref délai la fin de la guerre. L'Etat allemand, en même temps qu'il dirigeait l'opinion publique, créait un mouvement de publicité patriotique et se servait de tous les moyens de pression en son pouvoir pour faire souscrire à ses emprunts.

Il faut ajouter que l'influence des événements militaires, qui s'exerce sur les prêteurs nationaux de chaque belligérant,

est bien plus grande encore quand il s'agit de trouver de l'argent au dehors chez les neutres. Là tout mobile de patriotisme disparaît, on n'est plus en face que d'une question d'affaire pure et simple, où aucune autre considération n'entre en jeu.

CHAPITRE VI

LE TRÉSOR ET LES RELATIONS AVEC LA PLACE DE PARIS

(Difficultés concernant le 3 1/2 % amortissable)

Création du 3 1/2 % amortissable. — Son succès apparent.

— Il faut étudier avec quelque détail la question de l'emprunt 3 1/2 amortissable qui a pesé lourdement sur notre situation financière dans la première année de la guerre.

Nous avons vu dans quelles conditions le 3 1/2 % amortissable avait été émis le 20 juin 1914 et à la suite de quelles discussions. Voici quelles étaient les principales dispositions contenues dans la loi du 20 juin et dans le décret du 24 juin (complétant cette loi), relatifs à l'émission du 3 1/2.

Les rentes sont réparties en séries et amorties par tirage au sort dans un délai maximum de 25 ans; mais les séries non sorties aux tirages sont toujours remboursables par anticipation;

Les rentes 3 1/2 amortissables jouissent des privilèges et immunités attachés présentement aux rentes 3 % amortissables; toutefois leurs arrérages sont soumis à l'impôt des valeurs mobilières;

La somme des rentes à souscrire est telle qu'elle doit pro-

duire un capital de 805 millions. Le prix d'émission est de 91 francs pour 3 fr. 50 de rente. En raison du prix d'émission, le capital nominal à souscrire doit être de 884 millions environ, pour que le capital effectif soit de 805 millions et le chiffre des rentes égal à 30.961.490.

Les arrérages des rentes sont payables les 16 février, 16 mai, 16 août, 16 novembre de chaque année, les tirages ont lieu le 1^{er} juillet de chaque année, le premier étant fixé au 1^{er} juillet 1915.

Le minimum de souscription accepté est de 7 francs de rente. Les souscripteurs de ce montant doivent être intégralement servis, c'est-à-dire que, si les souscriptions dépassent la somme maxima fixée à emprunter, la réduction qui aura lieu ne touchera pas ces souscriptions qui sont privilégiées sur ce point.

On veut avantager les souscripteurs en échelonnant sur un temps assez long les versements et en ne demandant l'apport que d'une part très modique au moment de la souscription. En effet, à ce moment, le versement exigé n'est que de 20 fr. pour une souscription de 7 francs correspondant à un capital effectif de 182 francs et encore ce versement peut-il être remplacé par le dépôt de bons ou obligations du Trésor. Le solde est exigible en trois termes :

42 francs à la répartition;

60 francs avant le 16 septembre 1914 (1);

60 francs avant le 16 novembre 1914.

La souscription publique était fixée au 7 juillet 1914. Tout

(1) Les deux défauts principaux du 3 1/2 0/0 étaient : le premier, la modicité trop forte des premiers versements, le deuxième, le remboursement en un espace de temps trop rapide.

de suite le succès de l'emprunt fut considérable et le fait n'était pas étonnant, étant donné les avantages faits au souscripteur, en particulier l'échelonnement des versements et le taux d'intérêt qui s'élevait, en tenant compte de la prime de remboursement à 4 1/4 environ. Le succès, étant donné les modalités, était assuré déjà par la clientèle des sociétés d'assurances, des caisses d'épargne, qui ont des réserves à constituer ou qui peuvent modifier la composition de celles qui existent. Les très petits épargnants viendraient certainement augmenter le nombre des souscripteurs, alléchés par la perspective du taux élevé de l'intérêt, qui, sans tenir compte cette fois de la prime de remboursement, dépassait celui des placements aux Caisses d'épargne et en rentes anciennes.

L'emprunt fut, en effet, souscrit, 40 fois. Le total des rentes atteignit 1.247.330.000 francs au lieu de 30.961.490 (chiffre maximum fixé) (1).

Malgré son apparence de succès, le 3 1/2 n'a pas joui, après son émission, d'une forte prime, il s'est élevé seulement à 92 fr. 80, alors qu'il aurait dû atteindre plus de 97, s'il avait dû se mettre à la parité de la rente 3 0/0 qui oscillait entre 82 et 84. Mais il présentait deux désavantages par rapport au 3 0/0 perpétuel :

a) le 3 0/0 perpétuel aurait toujours un marché plus étendu, rendant plus faciles les transactions;

(1) Le département de la Seine souscrivit la presque totalité des rentes soit 1.218.370.000, proportion énorme, mais il faut expliquer ceci : ce sont les établissements de crédit qui ont le plus souscrit. Or les succursales de province des principaux établissements de crédit, dont le siège est à Paris, centralisent les recettes à Paris, ce qui fait que ces recettes, bien que d'origine provinciale, paraissent être des recettes du département de la Seine, mais, en réalité, n'en sont pas. Indiquons que le Crédit Lyonnais a souscrit à lui seul 9 fois l'emprunt et la Société Générale 8 fois et demie. Le nombre des souscripteurs fut de 240.000, chiffre important, bien que les grandes banques qui souscrivaient et pour elles et pour leurs clients, ne comptaient chacune que pour un souscripteur.

b) le 3 1/2 0/0, ayant un cours plus rapproché du pair que le 3 0/0, doit être converti avant lui.

Le 3 1/2 amortissable n'était pas classé au début de la guerre. Conséquences pour l'Etat. — Il s'agissait d'un succès apparent seulement. La demande de titres a, sans doute dépassé 30 milliards. Mais est-il permis de croire que si un emprunt de ce montant avait été émis, à ce moment-là, il aurait été souscrit en totalité ? Certainement non. Car les souscriptions furent gonflées et factices.

Un certain nombre d'établissements financiers et d'intermédiaires de la bourse avaient souscrit pour leur propre compte un chiffre très important, dans l'intention de replacer ensuite dans le public avec prime les titres de 3 1/2 0/0.

Mais l'écoulement des titres de 3 1/2 0/0 devait être particulièrement difficile pour eux. D'une part, en effet, pendant que l'on avait retardé de quelques mois l'emprunt français, d'autres pays avaient obtenu l'inscription à la cote officielle de leur emprunt et occupaient le marché des négociations de leurs titres (1), et d'autre part, les menaces de guerre venaient brusquement de surgir et empêchaient le public de demander du 3 1/2. Ainsi, le 25 juillet 1914, date à laquelle l'ultimatum du 24 juillet 1914 de l'Autriche à la Serbie fut connu ici, le cours du 3 1/2 tombait à 85. Les intermédiaires durent donc, ou garder leurs titres de 3 1/2 ou les vendre à perte. A la fin de juillet et au commencement d'août 1914, la situation empira. D'abord l'ajournement de la liquidation de fin juillet eut pour conséquence l'immobilisation du 3 1/2 entre les mains des spéculateurs dont nous avons déjà parlé, puisque

(1) Par exemple, fonds d'état serbe, les titres de chemins de fer suisses, fonds d'état hellénique, fonds d'état ottoman, etc.,

les acheteurs à terme ne purent fin juillet entrer en possession de leur titres. Or, tous les acheteurs à terme ne sont pas des spéculateurs; certains capitalistes utilisent ce moyen d'achat, parce que c'est la seule façon pour eux de se procurer un nombre important de titres; ils lèvent naturellement, à la liquidation, les titres dont ils sont acheteurs; on peut donc dire que l'ajournement de la liquidation empêchait les titres 3 1/2 de passer des mains des spéculateurs dans celles d'acheteurs à terme qui, eux, n'étaient nullement des spéculateurs. D'autre part, la fermeture de la Bourse à deux reprises et le fonctionnement « en veilleuse » en quelque sorte, dans l'intervalle entre les deux périodes de fermeture, paralysaient les transactions.

Ainsi, quand éclata la guerre, le 3 1/2 n'était pas « classé » il était encore entre les mains des spéculateurs, particulièrement d'établissements de banque et d'intermédiaires de la Bourse. Deux inconvénients importants résultaient de cette situation :

C'était là une situation des plus défavorable pour notre marché et pour le crédit du pays, qui gêna singulièrement notre Gouvernement pour tous ses appels au crédit sur le marché de Paris.

En second lieu, l'Etat devait en souffrir plus directement. Comme nous l'avons déjà signalé, la libération à l'emprunt se faisait en quatre termes. Les banques et les intermédiaires de la bourse, les plus importants détenteurs des titres, qui n'avaient pu les écouler, devaient donc les libérer. Or, ils n'avaient pas les fonds suffisants pour effectuer une opération de paiement qu'ils n'avaient jamais compté avoir à faire puisqu'ils pensaient bien écouler leurs titres et les repasser entre

les mains de personnes qui se libéreraient elles-mêmes. Ils étaient dans un embarras d'autant plus grand qu'ils avaient engagé des sommes importantes en reports, sommes non remboursées à cause de l'ajournement de la liquidation et que les effets que détenaient les banques, en portefeuille, n'étaient pas, à cause du moratorium, des effets de commerce recouvrables à échéance. Ils ne se souciaient pas non plus, comme beaucoup d'autres porteurs d'ailleurs, de se libérer entièrement de titres dépréciés par la guerre avec la certitude d'un bouleversement du taux de capitalisation des rentes françaises en raison des emprunts inévitables. Le résultat fut que l'Etat ne recouvra qu'une partie des fonds qui lui étaient dus au titre de la libération des souscriptions, à un moment où, en raison de l'état de guerre, il avait un formidable besoin de ressources. Ainsi le 10 septembre, sur 805 millions, l'Etat n'avait recouvré que 380 millions, bien que l'arrêté du 2 août 1914 eut promis une bonification aux souscripteurs qui consentiraient à se libérer pendant la période du 3 août au 16 septembre des termes à échoir les 16 septembre et 16 octobre 1914.

Pour pallier à ces difficultés, le décret du 11 septembre 1914 contient deux dispositions : La première morcelle les deux termes de 60 francs restant à payer, à savoir ceux dont l'échéance est fixée au 16 septembre et au 16 novembre, en quatre termes, se répartissant ainsi :

16 au 30 septembre 1914;

16 au 31 octobre 1914;

16 au 30 novembre 1914;

16 au 31 décembre 1914 (1).

(1) Le 11 décembre, l'échéance de ce terme fut prorogée jusqu'au 1^{er} février 1915.

On étend donc la période de libération en raison des circonstances.

La deuxième avantage les porteurs de 3 1/2 amortissable de la façon suivante : les rentes 3 1/2 pourront servir aux souscriptions de rentes ou d'obligations à court terme qui seront émises par le Trésor avant le 1^{er} janvier 1917, à condition que les versements audit emprunt 3 1/2 soient effectués aux époques prévues. *Les certificats seront estimés à la valeur d'émission de 91 0/0* en tenant compte, en plus, de l'intérêt couru. Il n'y a pas, cependant, de privilège d'irréductibilité accordé aux porteurs de 3 1/2 lors de la souscription aux nouveaux emprunts, comme il en sera accordé aux porteurs de bons de la Défense Nationale (1).

Cette deuxième mesure du décret du 11 septembre, d'après le rapport de M. Ribot au Président de la République, doit avoir pour effet de relever le cours des titres et par suite de permettre aux souscripteurs d'achever leurs versements au lieu d'ajourner indéfiniment la libération en ayant seulement la charge des intérêts moratoires.

Malgré ce décret, le Trésor sur 805 millions, n'avait reçu que 515 millions le 30 novembre 1914. La plupart des certificats non libérés étaient ceux qui « flottaient » sur le marché de la bourse.

C'est alors que le Trésor eut recours au concours de la Banque de France. Cet établissement se substitua aux porteurs de 3 1/2 pour effectuer à leur place le complément de libération. Les certificats lui étaient remis en nantissement.

(1) La loi du 31 mars 1915 accorde le même avantage aux porteurs de 3 1/2 qui n'auraient pu se libérer entièrement avant le 1^{er} février 1915 de leur souscription, à condition qu'ils puissent, pour expliquer leur retard, invoquer l'occupation par l'ennemi de certaines régions ou d'autres circonstances de force majeure.

Cette opération ressemblait un peu à une avance sur titres, mais en différait cependant par deux points :

a) la somme était remise par la Banque à l'Etat et non à la personne ou l'établissement qui donnait les titres en nantissement (1) ;

b) l'avance était faite sur de simples certificats provisoires.

Le décret du 11 décembre 1914 fit même bénéficier les certificats de 3 1/2, libérés grâce au concours de la Banque de France, des mêmes avantages que ceux accordés par le décret du 11 septembre aux certificats libérés par le possesseur, à savoir l'emploi possible du certificat estimé à la valeur de 91 pour souscrire aux emprunts ultérieurs.

En 1914, l'aide de la Banque sur ce point fut importante, ses avances s'élevant à 141 millions.

Le 13 février 1915, sont créées les obligations de la Défense Nationale qui peuvent être souscrites en numéraire, en bons de la Défense Nationale et en certificats de l'emprunt 3 1/2. Ce fut le dénouement, car 781 millions d'obligations furent souscrites en 3 1/2. C'était la quasi-disparition des titres de cet emprunt qui avaient encombré le marché d'une façon si gênante et si préjudiciable à toutes les opérations du Trésor.

(1) Consulter M. Jean Radouant, *Les rapports de la Banque de France et de l'Etat particulièrement pendant la guerre de 1914.*

DEUXIÈME PARTIE

DES PRINCIPALES OPÉRATIONS DU TRÉSOR A L'EXTÉRIEUR

La France, privée, par l'invasion d'une partie de son sol et par la mobilisation de la plupart de ses hommes valides de nombreux moyens de production, étant obligée, par contre, de faire face à des fabrications de guerre immenses, devait, naturellement, acheter beaucoup à l'étranger. Les achats ne pouvaient plus se régler par compensation, car nos achats dépassaient formidablement nos ventes et nos créances. Il fut nécessaire, non seulement d'utiliser des moyens de règlement connus, mais aussi de trouver des combinaisons neuves pour régler nos achats immenses, effectués principalement en Angleterre et aux Etats-Unis.

Nous essaierons, en premier lieu, de donner une idée de l'importance de ces achats à l'extérieur et de la diminution de nos exportations. Nous verrons, en même temps, les conséquences de la rupture d'équilibre sur le change. Nous examinerons, ensuite, les moyens de règlement en Angleterre, les moyens directs de règlement aux Etats-Unis et les règlements qui y furent effectués par l'entremise de Londres, les moyens de règlement employés à l'égard des autres pays que

l'Angleterre et les Etats-Unis. Enfin, pour terminer cette deuxième partie, nous donnerons quelques indications sur les achats ou emprunts faits par le Gouvernement français de valeurs neutres ou alliées.

Nous diviserons donc cette deuxième partie en cinq chapitres :

Chapitre I. — Importance des achats à l'Etranger et diminution des exportations. — Conséquence sur les changes.

Chapitre II. — Moyens de règlement en Angleterre.

Chapitre III. — Moyens de règlement aux Etats-Unis (règlements directs et par l'entremise de l'Angleterre).

Chapitre IV. — Moyens de règlement dans les autres pays que l'Angleterre et les Etats-Unis.

Chapitre V. — Les prêts ou ventes de valeurs neutres ou alliées à l'Etat français.

CHAPITRE PREMIER

IMPORTANCE DES ACHATS A L'ETRANGER ET DIMINUTION DES EXPORTATIONS CONSEQUENCES SUR LES CHANGES

SECTION I

Causes générales de l'augmentation des importations et de la diminution des exportations

Ces causes sont de deux ordres différents : d'une part la consommation, particulièrement en ce qui touche les produits de guerre, s'est grandement accrue; d'autre part, les ressources de l'intérieur du pays ont beaucoup diminué et la production industrielle s'est cantonnée dans un compartiment à peu près unique : la fabrication pour la guerre.

Notre préparation militaire étant très insuffisante, comparée à celle de l'Allemagne, il fallait que l'on s'efforçât, au début de la guerre, en France, de rattraper le temps perdu, d'où nécessité, par exemple, de fabriquer le matériel d'artillerie lourde et les mitrailleuses qui nous faisaient défaut, de pousser la construction des avions, de constituer un stock important de munitions, malheureusement insuffisant encore

au début de septembre 1914 pour nous permettre de transformer notre grand succès de la Marne en victoire définitive.

Cet effort, une fois effectué, il fallait faire face aux besoins de la guerre qui restaient formidables tant au point de vue du chiffre des hommes mobilisés que du matériel en mouvement et de la consommation des munitions.

L'habillement d'un nombre aussi élevé de mobilisés demandait une consommation énorme de cuir, de coton, de laine. Leur nourriture nécessitait une abondance de certains produits alimentaires, tels que les conserves, le riz, les farineux.

Tout ceci explique déjà la nécessité d'importer de l'extérieur en grandes quantités :

1° des matières premières telles que le coton, l'alcool, l'éther, les phénols destinés à la fabrication des poudres; le fer, l'acier, bien que certaines usines fussent détournées de leur destination normale et puissent utiliser maintenant ces matières premières pour des fabrications de guerre au lieu des fabrications de paix; mais les quantités de fer et d'acier nécessaires sont néanmoins infiniment plus considérables; coton, laine et cuir pour l'habillement des soldats;

2° des produits fabriqués, car les fabricants français, même approvisionnés de matières premières, eussent été dans l'impossibilité de pousser leur fabrication au point de répondre aux nouveaux besoins, d'autant plus qu'une grande partie d'entre eux se trouvaient dans la zone occupée par l'ennemi. Par exemple, en vue de l'habillement des troupes, non seulement l'on achète à l'extérieur de la laine, du coton, des cuirs, mais encore des vêtements confectionnés, des équipements de cuir tout faits, des chaussures ;

3° des produits alimentaires. Sans doute, il n'y avait pas à alimenter, au point de vue de la consommation totale de la France, plus d'hommes du fait de la mobilisation qu'avant le 1^{er} août 1914, en ce qui touche les armées françaises, — les millions d'hommes mobilisés mangeaient et buvaient chez eux avant — et ils mangeaient et buvaient aux armées. Ce n'est exact qu'en apparence. Chaque homme mobilisé a presque tout de suite consommé beaucoup plus que chez lui, et surtout il a consommé différemment. Le mode d'alimentation a changé. La viande a été largement consommée, infiniment plus que par les mêmes hommes en temps de paix. Cela a entraîné des achats de conserves, par exemple, tout à fait importants, et amené des importations immenses de café, de riz, de légumes secs, etc...

Diminution de la production. — L'augmentation des importations et la diminution des exportations s'expliquent aussi par la diminution dans la production, qui est imputable principalement au nombre considérable d'hommes mobilisés et retirés de leur travail, à l'invasion de nos régions les plus riches et à l'adaptation, aux besoins de la guerre, de presque toutes les forces actives et les ressources du pays.

Si nous mettons de côté la Serbie, nous pouvons dire qu'au 1^{er} février 1915 la France était le pays où le nombre des hommes mobilisés (à l'intérieur et sur le front), par rapport à la population, était le plus fort. A cette date, sur une population de 39 millions d'habitants, on comptait 4.330.000 hommes mobilisés, soit une proportion de 11 0/0, alors que celle de l'Angleterre n'était que de 6,5 0/0 et celle de l'Italie 4,7 0/0. Ceci explique la diminution des moyens du pays au

point de vue de l'activité industrielle et commerciale et aussi les difficultés de la culture dans les campagnes.

Notre force industrielle, étant désormais dirigée et tendue vers les besoins de la guerre, il fallait que la clientèle, pour tous les produits dont la fabrication, pour cette raison, avait été abandonnée, fasse appel à l'étranger.

Voyons maintenant l'importance de la diminution de notre production.

Dans le domaine agricole, nous constatons une diminution de la production du blé en 1914, qui continue en 1915, 1916 et 1917 (1), due pour une grande part à la pénurie de main-d'œuvre et à l'invasion, mais aussi à la taxation, à la réquisition des céréales, et à la fixation d'un taux maximum d'extraction de la farine. Deux lois, l'une du 6 octobre 1916, l'autre du 7 avril 1917 essayent de réagir contre la diminution de production, l'une en forçant le propriétaire à mettre en culture les terres abandonnées, sous menace de réquisition, l'autre en facilitant la culture mécanique.

Pour les autres céréales, il y a diminution au début de la guerre, mais progrès à partir de 1916, malgré la pénurie de main-d'œuvre, grâce à la vaillance de la population rurale, au travail des enfants, des femmes, des vieillards, et à l'utilisation des prisonniers de guerre.

La production nationale du sucre de betterave devient très réduite, la région du Nord étant envahie.

(1) Voici quelle fut la production du blé pendant les années 1913, 1914, 1915, 1916, 1917 :

1913	87 millions de quintaux
1914	76.930.000 —
1915	66 millions —
1916	58 millions —
1917	39 millions —

Le blé nécessaire annuellement pour les semences et l'alimentation atteint le chiffre de 96 millions de quintaux environ.

Dans le domaine industriel, la production de la houille, qui était de plus de 40 millions de tonnes en 1913, n'est que de 30 millions environ en 1914 et 20 millions en 1915. Chiffre un peu plus fort en 1916 en raison de l'exploitation intensive des mines qui ne sont pas en territoire occupé.

L'extraction du minerai de fer s'est ressentie considérablement de l'impossibilité d'utiliser le bassin de Briey, situé dans la zone de combat. Tandis que, en 1913, l'extraction du minerai de fer atteignait près de 21 millions de tonnes et la production de la fonte plus de 5 millions de tonnes, en 1918 le chiffre est un peu au-dessus de 1 million 1/2 de tonnes pour le minerai de fer et 1.300.000 tonnes pour la fonte.

Un gros effort industriel est fait pendant la guerre, mais surtout en vue des besoins de l'armée; ainsi de septembre 1915 à mai 1917, le nombre des canons de 75 double; l'artillerie lourde de juillet 1915 à mai 1917 augmente de plus de 110 0/0, le stock des munitions en obus de 75 passe du simple au décuple d'avril 1915 à mai 1917. On crée des installations nouvelles pour la fabrication des explosifs; le nombre des ouvriers civils, ouvrières, et militaires détachés travaillant dans les établissements de l'Etat en vue de la Défense Nationale, est passé de 313.143 à 1.592.552 de juin 1915 à avril 1917. Il y a donc là un gros effort. Sans doute cette activité est limitée, elle ne s'étend qu'à des branches particulières. De plus, cela ne diminue pas les matières premières qu'il faut emprunter, au contraire même, puisqu'une grande partie des fabrications auxquelles nous nous adonnons maintenant ne peut être effectuée qu'avec le concours de matières premières d'origine étrangère.

Le recours à l'étranger fut énorme. Il était naturellement

très onéreux à cause de l'insécurité des transports maritimes (cherté des frets et des assurances), de la concurrence que se faisaient les nombreux acheteurs, puis de la perte au change. Dans le domaine de l'alimentation, on essaya de le restreindre le plus possible en instituant le régime des restrictions (1).

Les exportations subirent un ralentissement très important puisque presque tous les produits furent en quantité insuffisante pour répondre aux besoins de la France seulement; on n'allait pas, alors, les expédier à l'étranger.

SECTION II

L'importance du mouvement d'augmentation des importations et de la diminution des exportations en France. Comparaison avec l'Angleterre.

Mouvement du commerce de la France avec tous les pays.
— Donnons d'abord le tableau du mouvement général du commerce extérieur de la France, pendant les années 1913, 1914, 1915, 1916, 1917 et 1920.

	Importations	Exportations	Excédent des importations	
1913	8.421	6.880	+ 1.541	(en millions de fr.). Ne sont pas compris les mouvements de numéraire.
1914	6.402	4.869	+ 1.533	
(2) 1915	11.036	3.937	+ 7.099	
1916	20.640	6.215	+ 14.425	
1917	27.554	6.013	+ 21.541	
1920	49.226	26.781	+ 22.445	

(1) Par exemple l'arrêté du 20 janvier 1917 sur l'interdiction de la vente de la pâtisserie les mardi et mercredi; l'arrêté du 25 janvier 1917 limitant le nombre des plats qu'il est permis de servir dans les restaurants, le décret du 14 avril 1917 instituant des jours sans viande.

(2) Ces statistiques n'intéressent que le commerce spécial d'entrée et de sortie. Le premier ne comprend que les marchandises étrangères, qui ont acquitté les droits ou dont l'entrée en franchise est autorisée; le deuxième ne comprend que les marchandises nationales, ou nationalisées par le paiement des droits.

Ce qui frappe, à première vue, dans ce tableau, c'est la diminution très importante en 1914 et 1915, des exportations qui réagissent à partir de 1916. C'est aussi la diminution en 1914 des importations qui, par conséquent, n'augmentent pas dès la déclaration de guerre. La diminution des importations et exportations s'explique par l'arrêt du commerce dès l'ouverture des hostilités. Tandis que la moyenne mensuelle des importations était de 702 millions par mois en 1913, elle est, pour les cinq mois de guerre de 1914, de 282 millions. Dans la suite, le tableau nous indique une augmentation très forte des importations en 1915, 1916 et 1917, due à des raisons que nous avons exposées déjà.

Examinons, par année, ce qui s'est passé :

En 1914, le premier mois de guerre, le mois d'août, n'a pas été le plus atteint, bien qu'il soit le plus brutalement affecté par le changement brusque des conditions. C'est parce que les opérations commerciales de la fin de juillet ne sont passées en écritures, conformément à la pratique de l'administration des douanes, que le mois suivant. Octobre et novembre ont vu les plus grandes dépressions (1). La comparaison des cinq derniers mois de 1914 avec les cinq derniers de 1913 indique une diminution des importations dans les

(1) Voici en milliers de francs les chiffres des importations et exportations pour les cinq mois de guerre et pour le mois de décembre 1913. Dans le chiffre total des exportations, ne sont pas comptés les colis postaux.

	Objets d'alimentation		Matières premières		Produits fabriqués		Total	
	Import.	Export.	Import.	Export.	Import.	Export.	Import.	Export.
Déc. 1913.....	207.733	90.130	462.766	168.969	156.301	324.368	826.800	583.467
Août 1914.....	76.089	32.066	162.512	64.371	33.193	163.109	271.794	259.546
Sept. 1914.....	102.464	30.802	141.608	26.979	9.689	84.913	253.761	142.695
Oct. 1914.....	132.102	38.539	56.919	39.230	14.164	98.322	203.185	176.091
Nov. 1914.....	129.471	45.400	103.401	33.349	33.364	91.853	266.236	170.602
Déc. 1914.....	180.007	65.415	149.705	42.785	60.586	101.614	390.298	209.814

proportions suivantes : 25 0/0 pour les produits alimentaires ; 69 0/0 pour les matières premières ; 78 0/0 pour les objets fabriqués ; aux exportations, la diminution est de 43 0/0 pour les produits alimentaires, 74 0/0 pour les matières premières, 65 0/0 pour les objets fabriqués.

Dès la déclaration de guerre, des dispositions émanant des pouvoirs publics venaient d'ailleurs favoriser l'importation de certaines marchandises indispensables aux besoins de la guerre, à l'alimentation de la population, ou au contraire empêcher l'exportation de produits qu'il était nécessaire de garder en France. Citons, par exemple, un premier décret du 1^{er} août 1914 qui supprime les droits d'entrée sur les farines, un deuxième décret portant la même date qui prohibe la sortie de toute une catégorie de marchandises (aéroplanes, armes de guerre, bestiaux, farineux alimentaires de toutes sortes, etc...). Citons aussi, en passant, d'autres mesures intéressant le commerce international, tel le décret du 27 septembre 1914 interdisant tout commerce avec les sujets des puissances ennemies (1).

L'année 1915 se termine avec une insuffisance d'exportations de plus de 7 milliards de francs (2). Jusqu'au mois de juin, les importations par mois sont en déficit, comparées à celles des mois correspondants de 1914. Mais en juin, il y a plus-value de 63 millions ; en juillet, l'on constate que les importations se sont encore élevées, petit recul en septembre, octobre, novembre par rapport aux mois précédents de 1915 ;

(1) La loi du 4 avril 1915 établit des sanctions pénales à l'égard des contrevenants au décret du 27 septembre 1914 (emprisonnement de 1 an à 5 ans et amende de 500 à 20.000 francs ou l'une de ces peines, seulement).

(2) Il faudrait pour pouvoir comparer exactement les résultats du commerce international de deux années, tenir compte de ce que le gonflement des chiffres est dû pour une part à l'augmentation des prix.

mais reprise en décembre du mouvement d'augmentation. Les exportations croissent lentement, mais restent en déficit important par rapport aux chiffres du temps de paix.

Comparons maintenant les années entières 1915 et 1914.

En ce qui concerne les produits alimentaires, il y a en 1915 augmentation à l'importation, sur toutes les positions, à l'exception du riz, des légumes, du poisson, du beurre. L'augmentation est importante pour les grains et farines, sur le bétail, sur les chevaux, sur la viande, sur le sucre qui vient des Indes Néerlandaises et des Pays-Bas. A l'exportation tous les articles subissent des diminutions, excepté les grains, farines, beurre.

Les matières premières à l'entrée accusent une diminution de 10 0/0 par rapport à 1914. La laine, la soie, les peaux brutes, les bois, sont en diminution, à cause de l'indisponibilité des usines du Nord ; au contraire, le coton accuse une plus-value importante à l'entrée, de même le caoutchouc, la houille, la fonte, le fer, l'acier. Les exportations accusent une diminution de 50 0/0 ; presque tous les produits subissent ce mouvement de décroissance.

En ce qui concerne les produits fabriqués, nous constatons une diminution des exportations et une augmentation des importations. Le mouvement est surtout remarquable pour les produits nécessaires à l'armée, par exemple pour les tissus de laine, de coton, employés pour la confection de l'habillement du soldat. Au contraire, pour les tissus de soie, il y a diminution des importations, augmentation des exportations.

L'année 1916 se termine avec un déficit de plus de 14 milliards. Les exportations ont pourtant augmenté par rapport à celles de l'année 1915, mais les importations ont crû dans une proportion beaucoup plus forte.

Considérons d'abord le compartiment des produits alimentaires. Par rapport à 1915, il y a augmentation de la valeur des importations et diminution de celle des exportations. Par rapport à 1913, il y a augmentation des importations sur tous les produits (particulièrement sur grains et farines, les sucres, la viande) sauf quelques exceptions (farineux, fruits, fromage, beurre) ; diminution de tous les produits à l'exportation sauf sur les grains et farines ; cette exception est due à la nécessité pour la France de ravitailler la Suisse. Ces mouvements d'augmentation et de diminution existent en tenant compte du tonnage des produits ou de leur valeur.

Les matières premières sont, par rapport à 1915, en augmentation considérable aux importations, et en augmentation légère aux exportations. Par rapport à 1913, il y a à l'importation augmentation quant aux valeurs, légère diminution quant aux quantités (à ce dernier point de vue, il y a tout de même accroissement pour la fonte, l'acier, les huiles minérales, à cause de leur utilisation pour les besoins de la guerre) ; au contraire, à l'exportation, il y a diminution en valeur et en quantité.

Les produits fabriqués sont, par rapport à 1915, en augmentation de 1.600 millions, environ, aux importations (à cause des besoins de l'armée) mais aussi de plus de 1.200 millions aux exportations. Par rapport à 1913, il y a augmentation en valeur aux importations, et même en quantité pour les tissus de laine, de coton, les automobiles, les machines. Il y a, aux exportations, diminution en valeur et en quantité, sauf pour les tissus de soie (1).

Dans les trois premiers mois de 1917, le mouvement se

(1) Voir *l'Economiste Français* du 31 mars 1917.

continue, à savoir que nos importations continuent de croître, mais que nos exportations accusent une légère recrudescence, particulièrement au sujet des produits fabriqués, ce qui prouve combien fut grand l'effort industriel français, malgré la situation désavantageuse dans laquelle se trouvait la France, privée de plusieurs de ses départements industriels.

Mentionnons qu'une décision du 24 mars 1917 prohibe toutes les importations, sauf celles autorisées par un Comité de dérogation aux prohibitions d'entrée.

Principaux courants commerciaux aboutissant en France.

— En examinant les résultats du commerce international français avec les autres nations pendant le premier semestre de 1914, nous constatons que la France importait surtout d'Angleterre, d'Allemagne, des Etats-Unis, puis en deuxième lieu, mais en quantités moins grandes, de Belgique, de Russie, de République Argentine, d'Italie, de Suisse, d'Autriche-Hongrie, du Japon. Elle exportait, dans l'ordre d'importance, en Angleterre, en Belgique, en Allemagne, aux Etats-Unis, en Suisse, en Italie, en Russie.

Si, au contraire, nous examinons les résultats du premier semestre 1915, nous relevons les constatations suivantes : nos principaux vendeurs sont dans l'ordre : les Etats-Unis, l'Angleterre, l'Espagne, l'Italie, le Brésil, la République Argentine ; nos principaux acheteurs sont l'Angleterre, les Etats-Unis, la Suisse (1).

L'Angleterre et les Etats-Unis ont été nos principaux approvisionneurs pendant la guerre. Au point de vue de la valeur de nos importations, nous pouvons placer ces deux pays à peu

(1) Les achats de la France au Japon ont été peu importants pendant les deux premières années de guerre ; mais ils reprennent en 1917 une activité plus grande qu'en 1913.

près sur le même pied. Les Etats-Unis étaient plus avantagés en tant que producteurs et commerçants parce que n'étant pas en guerre jusqu'au mois d'avril 1917, mais désavantagés d'autre part, parce que la traversée de l'Océan était plus longue que celle de la Manche et nécessitait la perception d'un fret plus élevé ; d'autre part, les Etats-Unis, au début des hostilités, désirant garder une certaine neutralité, hésitaient à nous envoyer à profusion des produits pouvant servir même indirectement à la guerre. Pourtant, on estime que, du début de la guerre au 30 juin 1916, les Etats-Unis ont vendu à l'Europe en munitions, cartouches, explosifs pour près de 500 millions de dollars.

Voici le tableau du commerce extérieur de la France avec l'Angleterre et les Etats-Unis pendant les années 1913, 1914 1915, 1916, 1917, 1920.

MOUVEMENT COMMERCIAL DE LA FRANCE

AVEC L'ANGLETERRE

(en millions de francs)

	Importations en France	Exportations de France
1913	1.115	1.452
1914	853	1.163
1915	3.038	1.099
1916	5.967	1.118
1917	6.808	1.016
1920	10.417	4.285

MOUVEMENT COMMERCIAL DE LA FRANCE

AVEC LES ETATS-UNIS

(en millions de francs)

	Importations en France	Exportations de France
1913	895	423
1914	794	377
1915	3.028	446
1916	6.163	622
1917	9.771	682
1920	10.268	2.247

En comparant ces deux tableaux et celui que nous avons donné précédemment, il en résulte que, tandis qu'en 1913 les importations d'Angleterre et des Etats-Unis atteignaient un peu moins du quart des importations totales, en 1914 la proportion est d'un peu plus du quart, en 1915 plus de la moitié, en 1916 elle est encore augmentée, en 1917 elle est des $4\frac{7}{10}$ environ.

Commerce de l'Angleterre. — Il semble intéressant, à titre comparatif, de donner quelques indications sur les perturbations apportées par la guerre dans le commerce international de l'Angleterre.

Prenons l'année 1913 en considération, pour donner l'exemple d'une période normale. Le chiffre des importations en Angleterre atteignait cette année-là 769 millions et le chiffre des exportations £ 525 millions, ce qui équivalait, en francs, aux chiffres approximatifs de 19 milliards $1\frac{1}{2}$ et de

13 milliards, alors que ceux correspondants de la France pour la même année étaient 8.421 et 6.880 millions.

Les importations étaient par ordre d'importance celles des Etats-Unis, d'Allemagne, de France, d'Argentine et de Russie. L'Angleterre exportait surtout en Allemagne, en France, aux Etats-Unis, en République Argentine.

Après la déclaration de guerre, il y a chute des importations et exportations. Le mois d'août 1914 est en moins-value, sous ces deux rapports, quand on le compare aux mois précédents. Ceci s'explique par l'arrêt du commerce avec l'Allemagne qui, en temps de paix, était comme nous venons de le voir, très important ; ceci s'explique aussi par les difficultés de communiquer avec la Russie et par la diminution momentanée des relations commerciales avec la France. C'est, aux Importations comme aux Exportations, le chapitre des « Produits Manufacturés » ou « en partie manufacturés » qui a le plus souffert, en particulier les exportations de tissus de coton. Le mois de septembre accuse une légère augmentation qui prouve une reprise de l'activité commerciale avant la fin du mois d'août car les opérations des derniers jours d'août figurent aux statistiques avec les résultats de septembre (1). A la fin de l'année il y a eu arrêt de l'augmentation du chiffre des exportations.

(1) Voici les chiffres du commerce de l'Angleterre (qui ne comprennent que le commerce spécial) pendant le mois de janvier 1914 et les premiers mois de guerre.

		Importations Exportations	
		—	—
en millions de £	Janvier 1914.....	68	47.8
	Août 1914.....	42.3	24.2
	Septembre 1914.....	45	26.6
	Octobre 1914.....	51.5	28.6
	Novembre 1914.....	53.9	24.6
	Décembre 1914.....	67.5	26.2
	Janvier 1915.....	67.4	28.2

Si nous examinons les résultats de janvier 1915 et si nous les comparons à ceux de janvier 1914, nous constatons qu'aux importations les chiffres sont à peu près égaux parce que l'augmentation des importations de produits alimentaires a compensé la diminution qui s'est produite dans le chapitre des matières premières (à cause de l'arrêt d'un certain nombre d'affaires industrielles) et dans celui des produits manufacturés ; aux exportations, il y a diminution, car l'activité industrielle de l'Angleterre est presque complètement accaparée par les commandes de l'Etat. Dans le courant de l'année 1915, les importations augmentent encore, surtout les importations de coton ; de même les exportations, en particulier celles de tissus de coton (1).

Pendant l'année 1916 le mouvement continue. Les trois catégories de marchandises sont en augmentation aux importations par rapport à 1915 (produits alimentaires, matières premières, articles non manufacturés et articles manufacturés). Il y a même plus-value par rapport à 1913 du chiffre des importations totales (malgré la moins-value qui existe encore pour les articles manufacturés). Les exportations ont considérablement augmenté par rapport à 1915, mais sont encore en légère diminution par rapport à celles de 1913. Continuation pendant les trois premiers mois de 1917. Il faut noter que, le 24 février 1917, l'Angleterre fit paraître une liste

(1) Voici les chiffres des importations et exportations de l'Angleterre pendant les années 1913, 1914, 1915, 1916, 1917 (sans tenir compte des métaux précieux) (en millions de £).

	Importations	Exportations
1914	696	430
1915	853	384
1916	948	506
1917	1064	527
1913	769	525

très longue d'objets dont l'entrée dans son territoire était prohibée. Cette interdiction lésait profondément la France, puisque les articles connus sous le nom « d'articles de Paris », les soieries, les vins, eaux de vie, étaient compris dans la liste ; il est vrai que le Gouvernement anglais assurait en même temps que, pour certains articles, l'importation ne serait pas complètement interdite et que pour les vins et spiritueux par exemple, elle serait simplement limitée à 25 % des importations de 1915.

Le faisceau des relations commerciales de l'Angleterre n'est plus le même qu'avant la guerre. Les Etats-Unis deviennent en quelque sorte l'unique vendeur tellement les autres pays qui le suivent dans l'ordre de l'importance des envois en Angleterre sont loin en arrière. Ainsi en 1916 l'Angleterre a reçu de ce pays pour £ 291 millions de produits, du Canada £ 58 millions, de la République Argentine £ 51 millions, de l'Australie £ 36 millions, de l'Espagne 27, de la France 26. Les pays auxquels elle exporte le plus sont, la même année, la France, l'Australie, les Etats-Unis.

Ainsi nous remarquons un certain parallélisme entre l'activité commerciale de la France et celle de l'Angleterre pendant la guerre. Préjudice dès le début porté aux importations comme aux exportations ; augmentation des importations par la suite qui dépassent même très vite les importations d'avant-guerre, à cause surtout des besoins de la guerre ; les exportations reprennent, mais plus lentement et en 1917, elles atteignent pour l'Angleterre le chiffre de 1913 alors que pour la France le chiffre des exportations de 1917 était encore inférieure à celui de 1913. (Il est juste de dire que le gonflement des chiffres est dû en partie à l'augmentation des prix).

Changement comme en France du réseau commercial. L'Angleterre s'adresse surtout aux Etats-Unis pour ses achats, comme nous nous y adressons nous-mêmes, mais les Etats-Unis sont presque pour l'Angleterre l'unique fournisseur alors que la France a deux grands fournisseurs, l'Angleterre et les Etats-Unis.... La balance commerciale de l'Angleterre lui est très défavorable, pendant la guerre, comme elle est très défavorable à la France. Elle aura donc, comme son alliée, de gros paiements à faire si d'autres éléments de la balance des comptes ne viennent pas compenser sa situation de débitrice quant au commerce extérieur.

SECTION III

Conséquence, sur les changes, de l'importance des achats à l'Etranger et de la diminution des exportations.

Généralités sur le change. — Un pays A peut se trouver débiteur d'un autre B en raison de plusieurs causes : (1)

- 1) parce que A a acheté des marchandises à B ;
- 2) parce que A doit payer à B l'intérêt de sommes qu'il lui a empruntées, ou bien doit lui rembourser le montant d'un emprunt ;
- 3) parce que A doit réaliser un prêt qu'il vient de consentir à B ;
- 4) parce que A doit payer à B des frais de transport pour les marchandises de A, que B fait circuler sur ses bateaux ou sur ses voies ferrées. Ainsi, la Suisse était, avant la guerre, forte-

(1) Nous ne voulons pas dire par là que l'Etat A se trouve débiteur de l'Etat B, mais que l'ensemble des habitants de A se trouve débiteur de l'ensemble des habitants de B.

ment débitrice des autres pays au sujet des transports maritimes ; au contraire, l'Angleterre était créancière.

5) parce que les ressortissants du pays A ont effectué des dépenses sur le territoire de B, soit comme touristes, soit comme émigrants ;

6) parce que le pays A doit envoyer au pays B les bénéfices réalisés par les succursales de sociétés de la nationalité B, situées sur le territoire de A.

7) parce que A doit à B le produit des commissions en raison des services de banque qu'ont rendus les banquiers du pays B aux sujets du pays A. C'était là une source importante de créances pour l'Angleterre.

De même, le pays B, pour des raisons analogues, se trouve débiteur de A.

Une compensation se fera, par l'intermédiaire des banquiers des deux pays, entre les créances et les dettes. Des créances de A sur B, représentées par des lettres de change, seront en effet vendues aux banquiers de A et transmises ensuite aux habitants du pays A, débiteurs vis-à-vis du pays B qui les utiliseront pour s'acquitter de leurs dettes. Les mêmes opérations seront effectuées dans le pays B par l'intermédiaire des banquiers (1).

Sans entrer ici dans l'explication détaillée des principes qui régissent les changes, signalons que les deux pays A et B

(1) Pour comprendre ce parallélisme d'opérations dans les deux pays, il faut savoir que le règlement d'une dette internationale peut se faire de deux manières : le créancier tire sur le débiteur dans la monnaie de celle-ci et négocie la traite; dans ce cas le débiteur n'a pas à se préoccuper de la recherche de monnaie étrangère pour effectuer le paiement; — ou bien le débiteur doit faire une remise, dans la monnaie du créancier, — dans ce cas le débiteur doit rechercher de la monnaie étrangère. Si cette alternative n'existait pas, on ne pourrait pas comprendre qu'il y eût en même temps dans le pays A par exemple des créanciers qui tirent en monnaie de B, et dans le pays B des débiteurs qui cherchent à faire des remises dans la monnaie de A.

ne se trouveront généralement pas créanciers l'un de l'autre pour le même montant. A, par exemple, sera plus créancier de B que débiteur. Par conséquent, les lettres de change sur A dans le pays B seront en quantité insuffisante quant aux besoins des débiteurs qui ont des règlements à faire dans le pays A. La lettre de change sur A montera. Au contraire la lettre de change sur B dans le pays A baissera.

C'est précisément le prix de la lettre de change qui détermine le cours du change. Pourquoi ? C'est parce que les règlements internationaux se font dans la mesure du possible par compensation, c'est-à-dire au moyen de la circulation des lettres de change. Les règlements peuvent sans doute se faire en or, mais alors il faut faire un envoi matériel, payer les frais de transport, ce qui rend l'opération onéreuse. Les règlements pourraient se faire en billets de banque du pays du créancier, mais le débiteur s'en procurerait difficilement dans un pays où ils n'ont pas cours légal. Aussi le change est-il déterminé par l'élément qui joue dans les règlements le rôle principal, la lettre de change.

Mais cependant, en période normale, la notion de l'or intervient de deux manières dans les oscillations du change : parce que, en premier lieu, c'est l'or qui détermine le pair, centre des oscillations du change, le pair étant le point où les deux chiffres de l'égalité, exprimés en monnaie d'or, représentent la même quantité de métal or ; parce que c'est l'or qui, en deuxième lieu, limite les oscillations. Le change ne peut descendre au-dessous d'une certaine limite dite « point d'entrée de l'or » parce que le créancier français qui a, par exemple, un anglais comme débiteur préférerait se faire envoyer des £ en or, quitte pour lui à payer les frais de transport, que de

tirer sur son débiteur anglais une traite en livres qu'il ne pourrait négocier qu'à bas prix. La £ ne peut s'élever au-dessus d'une certaine limite, car le débiteur français, devant faire une remise en £, plutôt que d'acheter à un prix onéreux les livres nécessaires, préférerait envoyer de l'or, malgré les frais qu'il devrait payer, plutôt que d'acheter à un prix onéreux, les livres nécessaires à la remise.

Cette dernière limite, qui empêche les devises étrangères de s'élever au-dessus d'un certain niveau, n'existe donc qu'à une double condition : la possibilité, pour le débiteur français, de se procurer de l'or, la possibilité d'en envoyer. Or, au début de la guerre, en raison de l'institution du cours forcé; par suite de l'impossibilité d'obtenir à la Banque de France la délivrance d'or en échange de billets, les débiteurs français ne purent plus se procurer d'or; plus tard, le décret du 3 juillet 1915 interdit l'exportation de l'or. Les devises étrangères ne sont plus retenues dans leur ascension par la possibilité d'envoyer de l'or à l'étranger. Il faut s'efforcer d'équilibrer la balance des comptes par l'obtention d'ouvertures de crédit, puisque le solde débiteur ne peut plus être liquidé par l'envoi d'or. Telle est la principale différence qui existe entre le change d'avant-guerre et le change de guerre.

Ce changement essentiel mis à part, ajoutons que les changes varient pour les mêmes raisons qu'avant la guerre, à savoir : l'état de la balance des comptes particulière de la France avec le pays dont la monnaie est comparée au franc, mais aussi l'état de la balance générale des comptes de la France avec tous les pays; certaines considérations intérieures, telles que l'émission exagérée ou, au contraire, raisonnable de papier-monnaie en France, la plus ou moins

grande facilité avec laquelle le budget est équilibré, qui sont de nature à pousser les spéculateurs à la vente ou à l'achat de francs, opérations qui agissent sur le change, soit dans le sens de la dépréciation du franc, soit dans le sens d'une augmentation de valeur.

Nos changes pendant la guerre de 1914. — Les devises, pendant la guerre, ont varié dans d'assez fortes proportions. Comparons le franc aux autres devises. Donnons tout d'abord le tableau de la valeur à Paris, dans le période qui nous occupe, de la livre (£), du dollar (\$), du franc suisse, de la lire, de la peseta espagnole, du florin hollandais :

Parité	Devise	16-7-14	28-7-14	15-12-14	9-2-15	6-4-15
25.22½	£	25.17 ½	25.155	25.07 ½	25.11	25.49
5.18	\$	5.16	5.12	5.155	5.195	5.32
100	100 fr.					
	suisses.	100.03	99.87	98.58	97	99
100	100 liras	99.62	99.12	98	98.50	92.50
100	100 pesetas	96.55	96	96.50	100.10	106.60
208.30	100 florins					
	hollandais...	207.56	207	208.50	209.50	210

Parité	Devise	6-7-15	5-10-15	5-1-16	5-4-16	5-7-16
25.22½	£	26.92 ½	27.265	27.815	28.51	28.13 ½
5.18	\$	5.615	5.775	5.85	5.98	5.905
100	100 fr.					
	suisses.	104	109	113	115	111 ½
100	100 liras	92.50	93	88.50	90 ½	93
100	100 pesetas	104.80	110.60	112	115.80	120
208.30	100 florins					
	hollandais...	227	237	260	257 ½	244 ½

Parité	Devise	4-10-16	3-1-17	6-4-17	11-11-18	30-12-20
25.22½	£	27.79	27.79	27.595	26	59.60
5.18	§	5.835	5.835	5.795	5.45	16.86
100	100 fr.	109.5	115.50	114.50	109	257
	suisses.					
100	100 liras	90 ½	85	76	84	58
100	100 pesetas	117.80	125	127.40	110	227
208.30	100 florins					
	hollandais...	238.5	238	236.50	228	531

Nous constatons d'abord, en examinant ce tableau, qu'à la veille de la guerre le franc faisait prime sur les monnaies étrangères. Ceci était dû à la situation particulièrement avantageuse de la France dans les balances des comptes avec les autres pays ; elle était, en effet, créditrice partout, débitrice nulle part, grâce aux placements nombreux que les Français avaient faits avant la guerre à l'étranger, et en dépit de sa balance commerciale déficitaire. Au début de la guerre, le franc continue à faire prime, d'autant plus que des particuliers, qui avaient en mains des créances sur l'étranger ou des valeurs étrangères, firent des offres sur le marché. Pourtant, en octobre 1914, le change hollandais s'inscrit au-dessus du pair. En février 1915, changement complet en raison des nombreux achats que nous avons dû faire à l'extérieur ; la balance commerciale, de ce fait, devient tellement défavorable que le déficit qui en résulte ne peut plus être compensé, dans la balance des comptes, par d'autres éléments, comme il l'était en temps de paix. La peseta, d'abord, puis le dollar, puis la livre et plus tard le franc suisse basculent et font maintenant prime sur le franc. Ces devises continuent de s'élever jusqu'à

la fin de l'année, malgré les tentatives faites par la Banque pour enrayer le mouvement et dont nous dirons plus loin quelques mots. Cette montée des changes nous était préjudiciable parce qu'elle rendait plus onéreux nos achats à l'étranger ; parce que, d'autre part, elle avait pour conséquence une élévation des prix en France. Elle n'avait pas d'effet salulaire sur nos exportations car notre production était trop faible pour faire face aux demandes de produits de la part de l'étranger. En 1916, les changes restent à peu près au même niveau, sauf le florin qui subit même une baisse. Dans les trois premiers mois de 1917, les changes étrangers sont en baisse, sauf celui d'Espagne, où nous ne pouvons pas obtenir de crédits importants, et à l'armistice ils ne sont plus extrêmement loin du pair (1). Au contraire, à la fin de 1920 ils ont atteint les chiffres si élevés que l'on connaît.

Pourquoi les changes ne se sont pas trop élevés pendant la période de guerre. — Pourquoi les changes se sont-ils élevés très modérément pendant la guerre, en comparaison de l'élévation qu'ils devaient subir après la guerre. Avant comme après, les changes n'étaient pas réglés par le « gold point ». En effet, un Français, débiteur vis-à-vis de l'étranger, trouvant que l'achat de la traite sur l'étranger était onéreux, ne pouvait plus envoyer de l'or, d'abord parce que, en raison du cours forcé institué en France le 5 août 1914, il ne pouvait plus s'en procurer en échangeant des billets de banque, ensuite, parce que le décret du 3 juillet 1915 prohibait la sortie de l'or. Alors il semble que les changes des pays qui

(1) Remarquons que pendant la guerre, jamais la comparaison de notre change avec celui des puissances ennemies n'a été à notre désavantage, bien que, en raison du blocus, ces puissances aient moins acheté à l'étranger que nous.

nous vendaient beaucoup à cause de la guerre eussent dû considérablement s'élever puisque, d'une part, nos achats rendaient notre balance des comptes très déficitaire et que, d'autre part, les variations des changes n'étaient plus limitées par la possibilité pour le débiteur français d'expédier de l'or.

Il n'en fut pas ainsi. C'est que, pendant la guerre, un certain nombre de moyens furent employés pour tenir en mains les changes ; en particulier nous étions puissamment aidés financièrement par l'Angleterre, dès le début de la guerre, et par les Etats-Unis principalement dès qu'ils furent, à leur tour, entrés en guerre. Tous ces moyens avaient pour but de créer des créances sur l'étranger qui, contrebalanceraient l'excès de nos dettes. On pratiqua les émissions de bons ou de titres d'emprunt à l'étranger, ce qui faisait naître immédiatement une créance de la France vis-à-vis des preneurs. Plus tard, sans doute, cette opération se transformait en charge pour la France par le paiement des arrérages, et par le remboursement du capital, mais au moment où l'émission se faisait, le change devait en bénéficier. On pratiqua aussi le système des ouvertures de crédit. Telle banque ou tel groupe de banques étrangères mettait à la disposition de tel groupe de banques françaises un avoir d'un certain montant qui permettait aux banquiers français de vendre des tirages au gouvernement français ou aux acheteurs qui avaient des règlements à faire à l'étranger. Influence heureuse sur le franc, puisque cette opération augmentait l'offre des tirages sur l'étranger, donc faisait baisser les devises étrangères. Ou bien le Trésor français bénéficiait directement d'une ouverture de crédit pour régler ses achats avec la possibilité pour lui d'en

faire bénéficier ses nationaux qui se trouvaient dans la même situation que lui.

Le Trésor recourut aussi aux envois d'or qui ont une influence heureuse sur les changes puisque ces envois diminuent d'autant la demande des devises étrangères. C'est ainsi que, pendant les mois de mars et d'avril 1915, 150 millions d'or sont sortis de la Banque de France. Mais l'efficacité de ces envois d'or peut présenter deux particularités critiquables : en premier lieu, ces envois ne peuvent pas être très élevés, car le stock d'or était relativement peu important ; si l'on recourut à ce moyen en 1915, c'est que, à ce moment-là, le déficit de la balance commerciale ne se chiffrait pas par dix ou quinze milliards comme ce fut le cas plus tard, et que par suite le montant de l'envoi ne paraissait pas trop infime en regard du déficit de la balance des comptes ; en deuxième lieu, c'était là une pratique dangereuse car les envois étaient effectués aux dépens de l'encaisse qui déjà était bien faible par rapport au montant des billets de banque en circulation. Plus tard, en 1916, des expéditions d'or très considérables furent faites en Angleterre, mais il ne s'agissait que de prêts destinés à garantir des ouvertures de crédit.

Les changes se maintinrent dans des proportions raisonnables pendant la guerre grâce aussi à cette circonstance que les Français étaient détenteurs dès le temps de paix de nombreuses valeurs étrangères. La vente de ces valeurs sur les marchés étrangers était une source de créances pour la France comme l'exportation de n'importe quelle marchandise. En 1916, d'ailleurs, le Trésor Français emprunta et même acheta aux porteurs de ces valeurs les titres qu'ils avaient entre les mains pour se créer des créances sur l'Etranger, soit par la

vente de ces valeurs, soit par leur emploi en nantissement au titre de garantie d'ouvertures de crédit (1).

La Banque de France a d'ailleurs apporté pendant la guerre un concours précieux quant à la lutte contre l'élévation des changes ; d'abord, comme nous l'avons déjà signalé, par l'envoi d'or à l'étranger ; d'autre part, par l'achat et la vente de devises étrangères d'une façon opportune, la Banque de France tenta de régulariser les changes ; au début de la guerre, alors que les changes étaient en perte par rapport au franc, elle intervenait comme acheteur. Les directeurs des succursales recevaient l'ordre d'accueillir à l'encaissement et à l'escompte les effets tirés sur la plupart des pays. Elle agissait ainsi pour deux raisons : pour se constituer un stock de devises et aussi pour que les changes pussent se rapprocher de la parité, la situation existante étant préjudiciable aux exportateurs français ; puis la tendance à la hausse, qui se manifeste dès la première quinzaine de mars nécessite une intervention plus large : la banque recourt à la vente directe sur le marché où s'élabore la cote, au lieu de se contenter des opérations de change à ses guichets. Plus tard, la Banque de France fut chargée de vendre une partie des disponibilités que le Trésor français avait obtenues par différentes ouvertures de crédit à l'étranger. Ces ventes étaient faites de sa part sans aucun bénéfice ; les particuliers qui voulaient acheter à la Banque de France devaient justifier à partir de juin 1915 que les devises seraient employées pour le commerce et l'industrie, car l'Etat s'était procuré ces disponibilités au prix de sacrifices importants et il n'entendait pas qu'elles fussent utilisées

(1) Nous ne faisons que mentionner toutes ces opérations sur lesquelles nous reviendrons dans les chapitres II, III, IV et V de la présente partie.

sans que l'intérêt national en tirât profit ; en 1915 le chiffre des devises vendues au public par la Banque a été de 800 millions de francs ; en 1916, de 3 milliards et demi et, pendant toute la durée de la guerre, de 15 milliards de francs.

Comme mesures destinées à lutter contre la hausse des changes, il faut encore signaler la création de la Commission des Changes par l'arrêté du 6 juillet 1917 (chargée d'examiner les moyens de parer aux conséquences du déficit de la balance commerciale), constitution du répertoire des changes (livre sur lequel doivent être inscrites toutes les négociations de devises étrangères) par la loi du 1^{er} août 1917 ; enfin la réglementation de l'exportation des capitaux par la loi du 3 avril 1918 qui interdit, sauf autorisation, toute opération de constitution d'avoir hors de France, toute souscription à une émission hors de France, tout prêt à une personne n'habitant pas la France, tout achat de titres, biens ou produits, impliquant un transfert quelconque de fonds ou de titres hors de France, toute expédition de titres à l'Etranger en vue de leur réalisation, à moins que leur contrevaletur ne fasse l'objet d'une remise en francs. La même loi prohibe l'importation en France de tous titres et valeurs « représentant une part de propriété ou une créance », avec exception cependant pour certaines catégories de titres énumérés. Ajoutons que la loi du 31 mai 1916 avait déjà interdit, sauf autorisation, l'émission en France de fonds d'Etat et valeurs étrangères.

Nous venons de passer en revue les mesures qui ont été prises pendant la guerre pour éviter une ascension trop importante des changes étrangers. Les changes étaient maintenus grâce surtout aux crédits obtenus. Or, après la guerre, non seulement les nouveaux crédits ne nous sont plus accordés

que d'une façon très limitée, mais encore des prêts, qui nous ont été faits pendant la guerre, arrivent à échéance. Nous entrons, au sujet de beaucoup de nos emprunts, dans la période du remboursement qui influence les changes dans un sens défavorable. C'est la principale raison pour laquelle les changes se sont élevés après la guerre dans les proportions que l'on connaît.

En Allemagne, on essaya de lutter contre la baisse du mark pendant la guerre. Une ordonnance du Conseil Fédéral en date du 20 janvier 1916 prescrivit que le commerce des devises serait désormais l'apanage de maisons désignées par le Chancelier de l'Empire, établissements qui devraient subir le contrôle de la Reichsbank. Cette disposition avait pour but d'empêcher les opérations d'arbitrage. Le cours des changes devait être fixé, à Berlin, de la façon suivante : réunion quotidienne comprenant les représentants de la Reichsbank, des banquiers autorisés, le commissaire gouvernemental à la Bourse, des courtiers jurés; les cours étaient fixés durant cette réunion, avec l'assentiment de la Reichsbank.

En Autriche-Hongrie, le 24 février 1916, deux Chambres de compensation, à Vienne, et à Budapest, étaient créées grâce à une entente entre les différentes banques, qui s'engageaient à livrer aux chambres en question tous les instruments de change qui leur parviendraient et à n'acheter des devises que par l'intermédiaire de ces Chambres.

En Russie, la Chancellerie des Opérations de crédit, créée en 1916, avait multiplié les mesures draconiennes et soumis les remises à l'étranger à des conditions si strictes qu'elle avait rendu le commerce des devises impossible, sans empêcher d'ailleurs le rouble de baisser.

CHAPITRE II

LES REGLEMENTS DU TRESOR FRANÇAIS EN ANGLETERRE

Nous avons déjà vu que, pendant la guerre, les marchés, sur lesquels nous nous fournissions de tout, étaient le marché anglais et le marché des Etats-Unis. Des difficultés nombreuses surgirent en ce qui concerne les règlements de nos achats dans ces deux pays.

Sans doute, au début de la guerre, la France était créditrice des autres pays et cette situation favorable permettait au franc de faire prime sur les monnaies étrangères. Mais cette situation fut rapidement modifiée et, après plusieurs mois de guerre, le franc faisait perte sur la plupart des monnaies étrangères, ce qui dénotait que la balance des comptes était devenue défavorable. Comment aurait-il pu en être autrement, puisque nous avions des paiements considérables, en raison de la guerre, à faire à l'étranger, qui s'élevaient mensuellement, dès avril 1915, et seulement à l'égard de l'Angleterre et des Etats-Unis, au chiffre de 250 millions de francs environ, et au début de 1916, à 380 millions de francs ?

D'autre part, en raison de la concurrence que se font les nombreux acheteurs dans la demande des produits, les achats

se font au comptant. Il n'est donc pas question d'avoir recours à une première forme de crédit, celui de vendeur à acheteur, résultant d'un arrangement entre les deux intéressés par lequel le premier s'engage à ne pas réclamer au second, pendant un laps de temps stipulé, le montant de la créance. Alors les ouvertures de crédit se font de « trésor à trésor », ou par l'intermédiaire des instituts d'émission des deux pays intéressés, ou par l'intermédiaire de banques privées, ou par l'intermédiaire de consortiums de banque.

L'Etat français, d'ailleurs, était l'acheteur principal français, parce qu'il était à la fois le plus grand manufacturier du pays (d'où nombreux achats de matières premières) et le principal demandeur de produits alimentaires et fabriqués. Pour ses besoins, le Trésor emprunte lui-même au dehors en monnaies étrangères et paye ce qu'il doit avec les sommes ainsi empruntées. Ou bien il fait emprunter au dehors en monnaies étrangères par des banquiers ou industriels français ; dans ce dernier cas, ce sont les banquiers ou industriels qui reçoivent les monnaies étrangères immédiatement des prêteurs étrangers. Ce sont eux qui devront les rembourser plus tard. Bien entendu, dans ce cas, les crédits ainsi obtenus sont mis à la disposition du Trésor français ; d'autre part le Trésor français fournit aux emprunteurs français qui agissent pour lui, les garanties qu'il peut donner en bons du Trésor ou en titres et naturellement, plus tard, c'est le Trésor qui transmettra aux banquiers et industriels français les fonds nécessaires au moment du remboursement ; il s'agit là, en réalité, de crédits personnels obtenus au dehors sur la signature des banquiers ou industriels français, mais pour le compte du Trésor et le plus souvent à l'aide des garanties fournies par lui.

Dans les relations avec l'Angleterre cependant, les arrangements sous forme privée, c'est-à-dire avec le concours des banques particulières, furent peu importants, alors que vis-à-vis d'autres pays tels que l'Espagne, les pays scandinaves, ils constituèrent le seul mode d'emprunt. L'aide de l'Angleterre nous est principalement donnée en effet par l'émission de bons du Trésor français sur le marché anglais, par la souscription de la part du Trésor anglais à des bons du Trésor français, par l'escompte de bons du Trésor français effectué par la Banque d'Angleterre. Autrement dit : aide du public anglais, du Trésor anglais, de la Banque d'Angleterre. Mais l'équilibre de la balance des comptes était également maintenu par certains autres éléments : tels, les dépenses du corps expéditionnaire britannique, l'envoi d'or en Angleterre, la vente de valeurs étrangères à Londres.

Passons en revue ces diverses forces agissant pour maintenir l'équilibre du système de la balance des comptes.

Le Trésor, dès le début de la guerre, comprit qu'il lui serait impossible de régler tous ses paiements au moyen d'achats de £ effectués à Paris parce que les £ disponibles étaient en quantité trop limitée pour faire face à une masse colossale de paiements. Aussi pensa-t-il opérer la plus grande partie de ses achats au moyen d'émissions effectuées en Angleterre.

Même si les opérations d'emprunt à court terme effectuées en Angleterre étaient relativement un peu plus lourdes que si l'on avait emprunté ici, il faut immédiatement se rendre comptes qu'elles dégageaient notre marché, et surtout qu'on n'avait pas à acheter ici de change, — ce qui aurait fait monter à ce moment-là la livre sterling à des prix qu'elle n'a cotés que depuis 1920.

Il est incontestable que, sans le concours de la Grande-Bretagne et plus tard des Etats-Unis, on eût vu coter pour la livre et le dollar les hauts prix observés depuis la conclusion de la paix. C'eût été pendant la guerre le plus grave des éléments de démoralisation. Il fallait à tout prix l'éviter.

On réunissait, en empruntant en Angleterre pour faire face à nos achats dans ce pays ou dans ses colonies, tous les avantages. On n'avait pas à prélever sur le produit des titres placés en France de quoi faire des achats de change, puisque l'argent se trouvait pour ainsi dire à pied d'œuvre et dans la monnaie des vendeurs de marchandises. On n'influençait pas les changes, on n'avait pas à payer de frais de transmission des capitaux, et l'on gagnait du temps en remettant à des temps meilleurs le règlement de ces achats.

Deux opérations furent faites sous cette forme au début de la guerre. Il s'agissait dans chacune d'elles de l'émission effectuée sur le marché anglais de bons français 5 0/0 à l'échéance d'un an ; la maison N.-M. Rothschild de Londres se chargeait de la première qui fut effectuée en octobre 1914 et dont le montant était de 2 millions de livres sterling (les bons furent d'ailleurs renouvelés et transformés en bons à 5,3/4 0/0 en octobre 1915, puis en octobre 1916 et octobre 1917) ; la banque d'Angleterre se chargeait de la deuxième émission, qui fut effectuée le 15 janvier 1915, pour un montant de £ 10.000.000 ; £ 1/2 million de ces bons environ ont été convertis en emprunt 5 0/0 1915 (tranche anglaise) ; les bons non convertis furent renouvelés pour leur totalité en janvier 1916 et renouvelés pour £ 8.000.000 seulement en janvier 1917 (1).

(1) M. Ribot, dans le discours qu'il prononça le 7 mai 1915 à la Chambre des Députés,

Un deuxième appel au public d'Angleterre fut fait fin novembre 1915. Une tranche de l'emprunt français de 1915 fut, en effet, émise au Stock Exchange. Le taux d'émission était de 3 $\frac{1}{2}$ 4 sh. par 100 francs de capital nominal, c'est-à-dire pour la souscription minima, ce qui supposait un change de 27.50 pour que le prix d'émission soit sensiblement le même que celui de la portion française (1). Le nombre des souscripteurs fut en Angleterre de 22.000 et le montant recueilli par l'Etat français correspondit à une valeur en francs de 602 millions qui fut affecté aux règlements des achats que faisait le Gouvernement français en Angleterre. Ajoutons, pour montrer combien la France inspirait de confiance au public anglais, que la valeur des titres d'emprunt de 1915 augmenta par la suite sur le marché anglais. M. Ribot, au cours de l'exposé des motifs à la loi sur les crédits provisoires concernant le troisième trimestre de 1916 qu'il fit à la

signalait que les bons émis sur le marché anglais en janvier 1915 étaient escomptés au Stock Exchange au taux de 4 1/2 0/0, ce qui prouvait, dit-il, que le crédit de la France était bon à Londres.

(1) Nous verrons dans la troisième partie que le prix d'émission était en France de 88 francs. En Angleterre, les versements pouvaient être effectués soit en espèces, soit en titres ci-après :

Bons du Trésor Français exprimés en livres et venant à échéance le 16 janvier 1916 ;

Rentes françaises 3 1/2 0/0 amortissables ;

Rentes françaises 3 0/0 (mais seulement, comme ailleurs en France pour le tiers seulement de la souscription).

Au contraire, les bons et obligations de la Défense Nationale, détenus par les capitalistes anglais, ne pouvaient pas être utilisés pour la souscription.

D'ailleurs, lorsque des titres servaient à la souscription, le souscripteur devait signer une déclaration, affirmant que les titres qu'il désirait convertir n'avaient pas été en possession d'ennemis et étaient restés matériellement dans le Royaume-Uni depuis le début de la guerre ou depuis la date de leur émission.

Il était décidé aussi que les titres du nouvel emprunt émis en Angleterre ne seraient négociables en France qu'après la conclusion de la paix : d'autre part, l'émission se faisait en francs, mais un change fixe de 27.50 était stipulé ; cette fixité du change ne devait s'appliquer qu'au capital de la souscription non aux coupons trimestriels qui restaient soumis aux variations de change. Les porteurs anglais toucheraient donc un intérêt supérieur en monnaie anglaise si le cours de la livre venait à baisser par rapport au franc.

Chambre des Députés fin juin 1916, indiquait qu'à Londres les titres d'emprunt de 1915 se trouvaient en hausse de près de 6 points par rapport au cours de parité du change auquel ils avaient été souscrits.

Indiquons qu'en octobre 1916, une tranche de l'emprunt français 1916 fut également émise en Angleterre. Le prix d'émission était de £ 3, sh. 4,6 pour 100 francs de capital nominal. Les ressources, procurées ainsi, étaient affectées aux achats en Angleterre du Gouvernement français.

Pourquoi, puisque le public anglais semblait très bien accueillir les appels que la France lui faisait, n'a-t-on pas recouru plus fréquemment à ce moyen pour se procurer les disponibilités nécessaires aux paiements. C'est que, dès le début de la guerre, le gouvernement anglais a défendu son marché avec un soin jaloux et a interdit que les émissions d'emprunts soient effectuées par des sociétés et gouvernements étrangers sans sa permission. Il consentit certaines dérogations pour les opérations que nous venons d'indiquer, mais il n'entendait pas que les exceptions fussent trop fréquentes, car il ne voulait pas que d'autres capitaux s'en allassent en trop grande quantité à l'Etranger, à un moment où lui-même, ses industriels, ses commerçants, pouvaient en avoir le plus besoin.

Cela ne voulait pas dire que le Gouvernement anglais eut l'intention de restreindre son aide financière à la France, aide indispensable pour le succès des Alliés, d'autant plus que, par l'arrangement du 5 février 1915, les nations alliées avaient encore resserré entre elles les liens de solidarité qui les unissaient en décidant d'unir leurs ressources financières comme elles unissaient leurs ressources militaires, et de se

soutenir matériellement, politiquement, financièrement (1).

Au cours de cet arrangement, la France avait d'ailleurs offert d'envoyer de l'or en Angleterre, si la Banque d'Angleterre avait besoin de cette aide temporaire de la France. « Cette offre, explique M. Ribot dans un discours du 7 mai 1915, la France l'a faite sans rien stipuler en retour, en pensant que le jour où elle demanderait à l'Angleterre de lui faciliter l'obtention du crédit chez elle, l'Angleterre accepterait.

Au mois d'avril 1915, la France s'adresse à l'Angleterre. Le Chancelier de l'Echiquier, M. Lloyd George, ne l'autorise pas à émettre un emprunt sur le marché, mais, voulant agir conformément à l'esprit qui se dégage de l'arrangement du 5 février, il consent à mettre à la disposition du Trésor français une somme maxima correspondant à 1.500 millions de francs. C'est de cette façon que fut conclu l'accord du 30 avril 1915 en vertu duquel un prêt de l. st. 62 millions est fait, non plus par le public anglais au Trésor français, mais par le Trésor anglais au Trésor français. Le prêt est fait sous forme de souscription par le Trésor anglais, de bons du Trésor français, renouvelables dans les trois ou six mois et définitivement remboursables un an après la conclusion de la paix. L'intérêt, qui est le même que celui qui est payé par le Trésor anglais aux porteurs de ses propres bons, est payable d'avance, mais en fait les intérêts se capitalisent et donnent lieu, à chaque échéance, à la remise de nouveaux bons. Le tiers environ du montant du prêt doit être affecté aux paiements en Angleterre et les deux autres tiers aux paiements aux Etats-Unis. D'autre part, en vertu du même

(1) Cet arrangement fut dû pour une grande part à M. Ribot qui jouissait en Angleterre d'une haute autorité morale,

accord du 30 avril 1915, l. st. 20 millions d'or étaient vendus à l'Angleterre (1).

Par un arrangement du même ordre, conclu le 8 février 1916, l. st. 18 millions sont prêtés immédiatement par le Trésor anglais au Trésor français pour les paiements en Amérique et il est stipulé que l. st. 4 millions seront mensuellement prêtés pour les paiements en Angleterre jusqu'à concurrence de l. st. 10 millions seulement. Le prêt se fait toujours sous forme de souscription par le Trésor anglais de bons du Trésor français. L. st. 12 millions d'or sont vendus à l'Angleterre par la France.

Par une convention du 24 août 1916, dite « accord de Calais » signée par MM. Briand et Ribot, Asquith et Mac Kenna, une somme de l. st. 150 millions nous est prêtée sous la même forme, sans spécialisation entre les paiements à faire en Angleterre et aux Etats-Unis. Un avenant du 28 mars 1917 stipule que 50 millions d'or seront remis à la Banque d'Angleterre, mais il s'agit maintenant d'un prêt, et non plus d'une vente (2).

Dans un accord du 28 mars 1917, à la veille de l'intervention américaine, le Trésor anglais avance l. st. 25 millions au Trésor français sans spécialisation ; en retour, l. st. 8.333.000 d'or sont prêtés par la Banque de France à la Banque d'Angleterre (3).

(1) Parce que l'avilissement de la £ par rapport au \$ devait résulter de ce que l'Angleterre se chargeait de nos paiements aux Etats-Unis si elle ne pouvait pas soutenir son change par l'envoi d'or aux Etats-Unis. Nous reprendrons d'ailleurs la question lorsque, dans le chapitre III nous parlerons des règlements aux Etats-Unis par l'entremise de Londres.

(2) Le remboursement du prêt et la restitution de l'or doivent être effectués trois ans après la fin de la guerre.

(3) D'autres conventions en 1917 sont conclues. Au 31 décembre 1921, le montant des bons remis à la trésorerie britannique s'élève à £ 566.185.500, mais ce chiffre comprend

Enfin, un troisième moyen d'emprunter fut employé par le Trésor français : l'emprunt à la Banque d'Angleterre, sous forme de bons escomptés par elle. Sans doute, l'on peut dire qu'au point de vue de la forme, il n'y a pas grande différence entre ce moyen et le précédent, car les bons remis à la Trésorerie britannique étaient en réalité escomptés par elle à la Banque d'Angleterre. Mais il y en a une cependant, car dans un cas, notre véritable prêteur c'est le Trésor britannique, tandis que dans celui qui nous occupe maintenant c'est la Banque d'Angleterre ; dans le premier cas au moment des prêts, nous n'avions de rapport qu'avec la Trésorerie britannique, dans le deuxième seulement avec la Banque d'Angleterre ; dans le premier cas les bons étaient escomptés au profit du Trésor anglais tandis que dans le deuxième, l'opération est faite au profit du Trésor français.

La seule opération de cette espèce résulta de la convention du 25 avril 1916, par laquelle la Banque d'Angleterre consentit, sous forme d'escompte de bons, une avance à la Banque de France pour un montant de l. st. 72 millions. Il s'agissait bien cependant d'une avance faite par la banque d'Angleterre au Trésor français, car, en réalité, la Banque de France ne jouait dans cette opération que le rôle d'intermédiaire. Les bons étaient escomptés à un taux dépassant de 1 0/0 le taux d'escompte de la Banque d'Angleterre (1).

En retour l. st. 24 millions d'or, c'est-à-dire exactement le 1/3 du montant du crédit étaient prêtés par la Banque de

les intérêts courus depuis l'origine. Les sommes effectivement reçues par le Trésor français forment à cette date un total de £ 445.750.000.

(1) Les échéances de ce crédit s'échelonnent entre le mois de septembre 1922 et le mois d'août 1923.

France à la Banque d'Angleterre en vertu d'un avenant en date du 19 janvier 1917 (1).

Telles sont les différentes ressources d'emprunt, constituant en même temps des disponibilités de change, que le gouvernement français se procura en Angleterre pendant la période qui nous occupe. Elles servirent principalement au gouvernement français pour lui permettre d'effectuer ses paiements en Angleterre, mais il en fit profiter pour une grande part les acheteurs français : c'est ainsi que le tiers environ des crédits, mis à la disposition du Trésor français par les accords du 24 août 1916 et du 28 mars 1917, furent rétrocédés à la Banque de France qui put ainsi faire face aux demandes de change émanant des acheteurs français. Dans ces ventes de change, la banque agit cependant pour le compte du Trésor qui fut crédité en francs de la contre-valeur des devises vendues par la banque.

Si notre change vis-à-vis de l'Angleterre fut maintenu principalement par l'obtention d'ouvertures de crédit, il le fut aussi, comme nous l'avons annoncé au début de ce chapitre, pour diverses autres causes.

La première fut les dépenses du corps expéditionnaire britannique. En effet, le Trésor français est en quelque sorte à ce point de vue le caissier du Trésor britannique. Il acquitte pour le compte de ce dernier les dépenses en francs. Mais, naturellement, il y a une contre-partie en l. st. reçue à Londres par la Trésorerie française. Ceci met donc les l. st. à notre disposition, d'où force nouvelle agissant pour maintenir en équilibre la balance des comptes qui tend à être très atteinte

(1) Il faut noter, que par la suite, de 1917 à 1920, une série de crédits commerciaux s'élevant à £ 15.925.000 ont fourni des ressources de change.

par nos achats en Angleterre. Remarquons que ces dépenses sont importantes ; M. Klotz déclarait au Sénat le 27 mai 1919 que 4.261 millions de francs avaient été mis ainsi à la disposition de l'armée anglaise pendant la guerre. Il faut d'ailleurs placer, à côté de ces dépenses, celles effectuées d'une façon privée par les officiers ou soldats de l'armée britannique et qui ont eu la même influence sur la balance des comptes que les dépenses des touristes étrangers en temps de paix. Naturellement l'efficacité de ces deux forces, tendant à maintenir le système de la balance des comptes en équilibre, devint de plus en plus importante à mesure que la guerre se déroulait puisqu'elle dépendait de l'importance du corps expéditionnaire britannique qui ne cessa, jusqu'en 1917, de s'accroître.

Le deuxième élément agissant, à côté des ouvertures de crédit, sur la balance des comptes, fut l'envoi de numéraire en Angleterre. Les envois d'or, au point de vue des règlements internationaux, peuvent avoir trois buts différents : ou bien ils sont destinés à effectuer le règlement lui-même ; dans ce cas, l'or est un moyen de règlement au même titre que la remise ; ou bien ils sont destinés à créer dans le pays qui le reçoit une abondance de disponibilités qui entraîne l'ouverture de crédits consentis par les banques de ce pays, trop contentes de trouver un emploi lucratif de leurs disponibilités, comparé à celui qu'elles trouveraient dans un pays où le taux de l'intérêt est devenu forcément très bas ; ou bien enfin les envois d'or sont liés plus étroitement aux ouvertures de crédit et, au lieu d'être destinés à les provoquer, ils sont précisément la contre-partie d'ouvertures de crédit consenties principalement de trésorerie à trésorerie ou de banque d'émission à banque d'émission ; ils sont le prix du service

rendu au pays par l'obtention des ouvertures de crédit dont il bénéficie.

Remarquons que nos envois d'or en Angleterre ont été presque uniquement dus à cette dernière considération et ont été effectués pour rendre service à l'Angleterre ; ceci était tout à fait équitable d'ailleurs puisque, non seulement l'Angleterre nous ouvrait des crédits, mais encore nous permettait de nous servir d'une grande partie de ces crédits pour acheter sur son marché des dollars nécessaires à nos paiements aux Etats-Unis, ce qui devait contribuer à la perte au change de la livre sterling par rapport au \$.

Par la convention du 30 avril 1915 dont nous avons déjà parlé en ce qui touche les ouvertures de crédit, 20 millions de l. st. d'or étaient vendus par la Banque de France à la Banque d'Angleterre et 12 millions de l. st. d'or par la convention du 8 février 1916. Par l'avenant du 19 janvier 1917, complétant la convention du 25 avril 1916, 24 millions de l. st. d'or sont prêtés (1) par la Banque de France à la Banque d'Angleterre (soit le $\frac{1}{3}$ du crédit consenti), et 50 millions de l. st. sont également prêtés par l'avenant du 28 mars qui complète la convention du 24 août 1916 (dite « accord de Calais ») soit encore le $\frac{1}{3}$ du crédit consenti. Dans ces deux derniers cas, il s'agissait d'un prêt d'or fait par la Banque de France à la Banque d'Angleterre et non d'un dépôt. En ce qui concerne la convention du 24 août 1916, ceci ressort du texte même (article 2). M. Ribot, interviewé sur cette convention au début de janvier 1923 s'explique ainsi : « Il s'agit

(1) Au point de vue des conséquences sur le bilan de la Banque de France, il y a une différence entre l'or vendu et l'or prêté. Le premier ne figure plus comme or dans son bilan. Le deuxième, au contraire, est inscrit à un poste nouveau « or à l'Etranger ».

d'un prêt et non d'un dépôt ; comment pourrait-il en être autrement ? Un dépôt est un gage. Voyez-vous la France donnant des gages à une puissance alliée ? C'eût été inadmissible. Voyez-vous aussi l'Angleterre effectuant des paiements avec un « dépôt » ce qui, en droit commun, constitue un abus de confiance » ? (1)

Il n'y a donc pas entre les deux prêts (prêt d'or fait par la France, prêt de fonds par l'Angleterre) la connexion qui existe entre un prêt et la constitution de gage, et d'après laquelle la restitution du gage est subordonnée au remboursement complet de la dette.

Il s'agit d'ailleurs bien d'un prêt d'or, ceci résultant des termes mêmes de la convention du 24 août 1916. D'autre part, la Banque d'Angleterre n'a pas la possibilité d'établir une compensation entre les deux dettes, celle de l'Angleterre en or, et celle de la France, puisque le 13 mars 1917 un texte postérieur fut soumis par elle à l'examen de M. Ribot pour permettre la compensation ; aux termes de ce projet le remboursement de l'or, prêté par le Gouvernement français en vertu d'une convention déterminée, pouvait être mis en balance de la dette due par ledit gouvernement, en vertu de la même convention. M. Ribot refusa de signer. Ce qui prouve encore mieux qu'il ne s'agissait pas d'un gage, c'est que, en 1919, un nouveau texte était soumis à M. Loucheur par lequel le Gouvernement français s'engageait à ne pas demander le remboursement de l'or détenu par la Banque d'Angleterre en vertu de l'accord de Calais, tant que la totalité de la dette française vis-à-vis du Gouvernement anglais résultant dudit accord ne serait pas liquidée. Le gouverne-

(1) Voir le numéro du 5 janvier 1923 du journal *Le Matin*.

ment français refusa de signer. Le fait même que l'Angleterre a proposé à la France la signature de ce texte implique bien que, d'après la convention du 24 août 1916, l'or transmis à la Banque d'Angleterre ne l'était pas à titre de gage puisque si le transfert avait été fait à ce titre, d'après les règles du droit civil concernant le gage, le Gouvernement français aurait dû acquitter la dette entière qu'il devait, avant de rentrer en possession d'une part aussi faible que ce soit de son gage, c'est-à-dire de l'or cédé. Il s'agit, en réalité, de deux prêts : prêt de fonds, prêt d'or, mais ces deux opérations ont entre elles une certaine relation. La convention du 24 août 1916 doit être à ce point de vue rapprochée de la convention du 25 avril 1916 en vertu de laquelle, nous l'avons vu, des bons du Trésor français étaient escomptés par la banque d'Angleterre qui bénéficiait en échange d'un prêt d'or, d'un montant égal au tiers, que lui faisait la Banque de France ; l'or devait être restitué au fur et à mesure des remboursements de l'avance consentie par la banque d'Angleterre, c'est-à-dire que l'or devait être restitué pour un montant égal au tiers des avances remboursées. Etant donné l'analogie que présentent les deux conventions que nous envisageons, puisque l'or prêté est dans l'une et l'autre égal au tiers des crédits consentis, — on peut interpréter la convention du 24 août 1916 de la façon suivante : l'Angleterre, bénéficiant d'un remboursement s'élevant à 1, doit nous restituer de l'or pour un montant équivalent à un tiers ; elle n'a pas le droit d'établir une compensation entre nos dettes payables en n'importe quelle monnaie, et sa dette en or ; elle ne peut pas refuser de rembourser l'or qu'elle détient en vertu de telle convention déterminée, parce que nous n'avons

pas remboursé intégralement les avances qui nous avaient été consenties par la même convention.

Les envois d'or en Angleterre ont été, en quelque sorte, le paiement d'ouvertures de crédit. Sans doute, au début de la guerre, quelques envois en Angleterre ont eu pour but de régler directement les achats que faisait le Gouvernement français en même temps que de créer des disponibilités de crédit ; mais ces envois sont peu importants par rapport à ceux qui résultent des conventions que nous venons de rencontrer. Quant aux envois des particuliers, ils sont à peu près nuls, à cause de l'impossibilité pour les Français de se procurer de l'or à la Banque de France, le cours forcé ayant été institué tout au début de la guerre, et plus tard en raison de l'interdiction d'exporter de l'or (décret du 3 juillet 1915).

Le troisième élément agissant, à côté des ouvertures de crédit, sur la balance des comptes avec l'Angleterre dans un sens favorable pour la France, c'est le fait qu'à la déclaration de guerre, les Français étaient porteurs de nombreuses valeurs étrangères. Ces valeurs peuvent agir de deux façons différentes pour soutenir le franc : ou bien elles sont gardées par les porteurs français et alors périodiquement l'actif de nos balances des comptes se trouve augmenté du montant des coupons et des amortissements de titres dont les porteurs habitant la France sont bénéficiaires ; ou bien, désireux de profiter d'un change avantageux, les porteurs de ces valeurs les vendent sur les marchés étrangers ; la conséquence de ces ventes est la même que s'il s'agissait de marchandises quelconques, c'est-à-dire : augmentation de l'actif de notre balance des comptes. Cependant, pendant la guerre, ces réalisations furent rendues assez difficiles par les entraves appli-

quées par certains marchés, et même par leur fermeture. C'est ainsi que le Stock-Exchange à Londres fut fermé le 31 juillet 1914 et ne rouvrit que le 4 janvier 1915 et encore avec certaines entraves, un règlement du 28 novembre 1914, promulgué pour la réouverture du Stock-Exchange, stipulant que le marché ne serait ouvert qu'aux titres possédés matériellement dans le Royaume-Uni depuis le 30 septembre 1914 (1). Pourtant M. Pallain obtenait en février 1915 une dérogation au profit des porteurs français. Les titres de ces derniers pourraient être négociés au Stock Exchange sur certification par la Banque de France que les titres appartenaient effectivement à des Français avant la guerre ; mais la Banque d'Angleterre devait seule être chargée de l'exécution des ordres. Ce n'est seulement qu'un an après la guerre que ces restrictions ont été supprimées. Ces ventes à Londres n'ont pas été, en réalité, bien importantes ; du 1^{er} avril 1915 au 31 mars 1917, elles n'ont même pas atteint 150 millions de francs (2).

Au mois de mai 1916, le Trésor Français a emprunté au public certaines catégories de titres, avec réserve pour lui de la possibilité de vente. Cette opération, que nous examinerons au chapitre V de la présente partie, était surtout destinée à obtenir des crédits à l'Etranger sur nantissement, les titres n'étant pas, à priori, destinés à être vendus. D'autre part, les titres étant en principe remis par le Trésor français aux pays d'où ils étaient originaires, cette opération ne toucha que fai-

(1) Cette restriction était destinée à empêcher les sujets ennemis de réaliser indirectement leurs valeurs à Londres, comme l'obligation, pour celui qui souscrivait en titres à la tranche anglaise de l'emprunt 1915 5 0/0, de signer une déclaration affirmant que les titres avec lesquels il souscrivait étaient restés matériellement dans le Royaume-Uni depuis le début de la guerre.

(2) Voir livre de M. Decamps, *Les Changes Etrangers*, p. 304.

blement l'Angleterre, peu de titres anglais étant possédés en France.

En résumé, de toutes les forces que nous venons d'examiner et qui ont agi contre la dépréciation du franc par rapport à la l. st., la plus importante est celle résultant de l'ouverture des crédits, puis celle provenant des dépenses du corps expéditionnaire britannique. Les envois d'or ont eu une très grande influence parce qu'ils nous ont fait bénéficier, comme contrepartie, de certains crédits ; enfin la vente de valeurs étrangères à Londres nous a permis également, dans une certaine mesure d'appoint, de soutenir notre balance des comptes.

CHAPITRE III

LES RÈGLEMENTS DU TRÉSOR FRANÇAIS AUX ÉTATS-UNIS

Les Etats-Unis, ayant été, avec l'Angleterre, nos principaux fournisseurs, les règlements à faire chez eux devaient être très importants et donner lieu de notre part à la recherche de nombreux moyens de paiement. Les difficultés des règlements étaient d'autant plus grandes, dans la période qui nous occupe, que les Etats-Unis n'étaient pas encore nos alliés et que, par conséquent les opérations de crédit ne pouvaient être effectuées chez eux que d'une façon assez limitée, car ils ne voulaient pas sortir de leur neutralité en accomplissant certains actes qui nous auraient aidés trop directement dans notre lutte contre les Empires centraux. Il est évident, dans ces conditions, que les opérations ne furent pas identiques à celles que nous avons analysées pour nos règlements en Angleterre ; et qu'en particulier l'aide directe du Trésor américain au Trésor français par l'escompte de bons du Trésor français n'existe pas. L'Etat fédéral américain ne pouvait pas, en effet, secourir un pays qui n'était pas son allié. Le maximum de ce qu'on pouvait attendre de lui, c'est qu'il tolérât certaines opérations faites par le Gouvernement français sur

le marché américain ou avec des banques américaines, ou avec des groupements de banques ou d'autres opérations faites entre banques françaises et américaines au profit du Trésor français.

D'autre part, l'Angleterre aide sérieusement la France à effectuer ses paiements aux Etats-Unis. Ainsi, nous sommes en présence de deux formes différentes de moyens de règlement que nous examinerons dans les deux sections suivantes :

Section I. — Règlements directs du Trésor français aux Etats-Unis.

Section II. — Règlements du Trésor Français aux Etats-Unis par l'entremise de Londres.

SECTION I

Règlements directs du Trésor français aux Etats-Unis.

Nous parlerons d'abord des emprunts contractés aux Etats-Unis et des ouvertures de crédit obtenues, puis nous terminerons en indiquant quels autres éléments ont pu contrebalancer l'effet produit, sur notre balance des comptes avec les Etats-Unis, par les achats considérables que nous faisons chez eux pendant la guerre.

Il faut d'abord indiquer que la plus grande part des achats est effectuée par l'Etat français. Donc les difficultés concernent principalement les règlements du Trésor français. Presque toujours, c'est le Trésor français qui profite en premier lieu de tous les crédits obtenus et qui, ensuite, rétrocède une partie des ressources acquises à ses nationaux qui, ayant

acheté aux Etats-Unis, sont dans la même situation que lui.

Les avances sont obtenues par deux moyens principaux : directement si le Trésor se les procure lui-même, indirectement si les avances sont accordées à des groupements français qui ne jouent, en réalité, qu'un rôle intermédiaire et qui en font profiter le Trésor français.

Avances consenties directement au Trésor français. — Ces avances revêtent diverses formes : tantôt il s'agit d'émissions que l'Etat français a le droit d'effectuer sur le marché américain, tantôt il s'agit d'avances que lui fait une banque (ou un groupe de banques).

Voyons d'abord les émissions directes sur le marché américain.

La première fut effectuée au mois d'avril 1915 parce que le dollar qui, dans les premiers mois de la guerre avait fait perte par rapport au franc, s'était mis, en février, à faire prime, ce qui prouvait qu'il était nécessaire, par des moyens appropriés, que la France soutînt sa balance des comptes. Cette émission qui était faite sur le marché de New-York par les soins de la Banque J.-P. Morgan et Cie, la National City Bank, et la First National Bank, devait atteindre \$ 50 millions mais le chiffre atteint ne fut que de \$ 35 millions. Ce peu de succès peut s'expliquer par les considérations suivantes :

Il faut, en effet, se rendre compte que, jusque dans ces dernières années, les Etats-Unis étaient un peuple qui empruntait, et non pas un peuple ayant un excédent de capitaux, et apte à prêter aux autres. C'est l'Europe qui avait fourni autrefois les capitaux pour construire les chemins de fer américains, et c'est ainsi que, même encore en 1908, après la crise du marché de New-York de fin 1907, on avait placé en Angle-

terre un grand emprunt de la Compagnie de Chemins de fer Pennsylvania. C'est ainsi que des titres de cette Compagnie, — de la Compagnie Chicago Milwaukee, et d'autres, avaient été, dans les années précédant la guerre, placés sur le marché français. C'est la grande guerre qui a bouleversé la situation et, par les gains immenses qu'elle a procurés aux Etats-Unis, permis à ceux-ci de reprendre en grande partie leur dette placée au dehors. Mais, aussi bien pour les opérations faites pendant la guerre que pour les opérations faites après la paix, il faut toujours considérer que le public américain a des mœurs financières essentiellement différentes de celles de l'Europe et surtout de celles de la France. Il épargne beaucoup moins, il a des préférences marquées pour tous les placements industriels, indigènes des Etats-Unis, à revenu rémunérateur ou dont il attend une grosse plus-value, et il ne s'intéresse que fort médiocrement aux placements de fonds d'Etats ou de municipalités, ou de chemins de fer d'Europe, qu'il connaît peu ou mal. L'argent des Etats-Unis est réservé à leur industrie nationale avant tout, et ce n'est que pour un appoint, que l'on réussit à obtenir, dans un intérêt national ou particulier, le concours des capitaux américains pour une émission étrangère.

Cela explique certains cours de valeurs françaises à la bourse de New-York, au moment où nous écrivons (1). Il y a, non pas à proprement parler une répugnance pour cette forme de placements, mais une indifférence complète.

Cela explique aussi les difficultés que rencontra forcément le Trésor français aux Etats-Unis dans la période qui a pré-

(1) Fonds d'Etat Français 8 0/0. Villes françaises en dollars. Obligations P.-L.-M. en dollars.

cédé l'intervention, et montre pourquoi certaines opérations, qui n'eurent qu'un demi-succès, auraient abouti à un échec pur et simple si elles n'avaient pas eu l'appui de puissantes banques américaines.

Mais revenons à la première émission de bons français, au sujet de laquelle nous venons de donner ces explications. Elle eut lieu le 1^{er} avril 1915 à New-York en bons 50/0 à 1 an, c'est-à-dire échéant le 1^{er} avril 1916, payables en dollars à New-York, remboursables au gré du porteur à New-York en dollars ou à Paris au change de 5,18 1/8.

Il est inutile de dire que ce change était une garantie bien théorique offerte aux souscripteurs contre la baisse du dollar, et que tout fut liquidé en dollars.

Cet emprunt était franco de toutes taxes françaises, présentes et futures, y compris tout impôt sur le revenu.

Il était ajouté que le paiement des intérêts et le remboursements du capital seraient faits, aussi bien en temps de paix qu'en temps de guerre, sans considération de nationalité des porteurs, qu'ils soient amis ou ennemis et sans qu'ils aient à fournir aucune justification.

Il y avait une clause d'un intérêt tout spécial et qu'il avait fallu, sans doute, insérer pour que l'opinion publique et les pouvoirs publics fussent favorables à l'émission, c'est que le montant des bons souscrits devait être exclusivement dépensé aux Etats-Unis.

Enfin, les émetteurs qui étaient la Maison J.-P. Morgan et Cie, la National City Bank, la First National Bank — et qui constituaient un puissant patronage — avaient indiqué dans leur notice d'émission qu'une large part de l'émission était déjà souscrite.

Malgré tout, l'émission n'eut qu'un demi-succès, puisque, comme nous l'avons dit, on ne plaça pas le tout.

La deuxième opération d'émission fut beaucoup plus importante et fut lancée au mois d'octobre 1915. Il s'agissait d'un emprunt franco-anglais de \$ 500 millions en bons à 5 ans 5 0/0 que la loi française du 8 octobre 1915 autorisait en ces termes : « Le Gouvernement français est autorisé à émettre aux Etats-Unis, conjointement et solidairement avec le Gouvernement britannique, un ou plusieurs emprunts dont le montant et les conditions seront fixés par lui au mieux des intérêts du Trésor ; les titres de ces emprunts seront exempts d'impôts présents et futurs ». Le montant de l'emprunt qui devait être partagé en parts égales entre la France et l'Angleterre était de \$ 500 millions, valeur nominale, l'intérêt était de 5 0/0 partant du 15 octobre 1915 et le prix d'émission de 98 0/0 avec remboursement en dollars-or le 15 octobre 1920. Un Syndicat de banquiers américains comprenant J.-P. Morgan et Cie était chargé de l'émission, car il eût été peu prudent que la France et l'Angleterre procédassent directement, sans intervention d'un syndicat de garantie, les Etats-Unis n'ayant été jusque-là sollicités par aucun grand emprunt d'Etat européen et l'éducation des capitalistes devant être faite par des hommes connaissant le milieu. Le Syndicat recevait les titres au prix de 96 0/0 et obtenait donc une bonification de 2 0/0. Les titres d'emprunt, émis au nom et sous la garantie solidaire des deux nations, étaient des obligations à 5 ans, mais les porteurs pouvaient demander à tout moment la conversion en obligations à 4 1/2 0/0 lesquelles, à leur tour, ne pouvaient être remboursées qu'à partir du 15 octobre 1930. Les \$ 500 millions de capital nominal furent

souscrits intégralement au début par le syndicat ; un peu plus tard \$ 200 millions furent rétrocédés au public par ledit syndicat, les autres \$ 300 millions étant conservés par lui. L'emprunt rapporta à la France 1.243 millions de francs, correspondant à un capital nominal de 1.295 millions de francs ; les frais de commission (1) s'élevaient pour la part française à 25.900.000 francs. En tenant compte de ce fait, l'emprunt ressortait pour la France au taux de 6 0/0 environ, sans doute onéreux, mais moins cependant que ne l'auraient été les conséquences d'achats de change du Trésor français, s'il avait dû y recourir pour ses paiements aux Etats-Unis. Les ressources que le Trésor français se procurait par cet emprunt devaient être utilisées uniquement pour les règlements des importations, en France, de produits originaires des Etats-Unis. Il ne s'agissait pas, en effet, d'un procédé employé par la France pour augmenter ses ressources financières générales puisqu'elle n'avait pas encore recouru chez elle à un grand emprunt. De même, en ce qui concernait la tranche anglaise, car la situation financière de l'Angleterre était très bonne et ne nécessitait pas, au point de vue strictement financier, un appel de fonds à l'étranger ; il s'agissait purement et simplement pour les deux pays de se procurer des dollars pour leurs besoins aux Etats-Unis. Ajoutons enfin qu'une petite partie des ressources fournies par cet emprunt fut mise à la disposition du Gouvernement russe (1/5^e de chacune des parts anglaise et française) (2).

Enfin, le Gouvernement français fit appel pour la troisième

(1) La Commission était une rémunération s'ajoutant à la marge de 2 0/0 précitée.

(2) En octobre 1920 la portion française fut remboursée, grâce à l'émission d'un emprunt de \$ 100 millions et de \$ 35 millions de bons du Trésor, grâce aussi à un envoi d'or de \$ 20 millions.

fois au public américain, à la veille même de l'intervention de la République des Etats-Unis, le 19 mars 1917. Il s'agissait d'une émission de \$ 100 millions, cette fois, au profit de l'Etat français seul, sans le concours de la Grande-Bretagne, en bons 5 1/2 0/0 à 2 ans, créés le 1^{er} avril 1917, remboursables le 1^{er} avril 1919, pouvant être convertis au pair à l'option du porteur en bons à 20 ans échéant au 1^{er} avril 1937 et, sous cette forme, ne pouvaient pas être convertis avant cette date. Le principal et l'intérêt étaient stipulés exempts de toute taxe française et payables en monnaie d'or des Etats-Unis chez Morgan. Si le porteur le désirait, le capital et l'intérêt étaient payables à Paris à 5 fr. 75 pour 1 dollar, sans déduction de taxes françaises.

On voit que la durée de la guerre et ses péripéties, malgré l'intervention imminente des Etats-Unis, rendaient les conditions plus sévères comme intérêt, mais elles l'étaient aussi sous un autre rapport.

Pour rendre plus attrayante la souscription à ces bons, ils étaient doués d'une garantie spéciale, ce que l'on nomme aux Etats-Unis, un « collatéral ».

Les bons étaient garantis par un dépôt constitué selon l'usage américain entre les mains d'un trustee « The Central Trust Company of New-York ». Ce dépôt était constitué en titres acceptés par MM. J.-P. Morgan et Cie et qui représentaient \$ 120 millions au moment de l'émission.

Sur cette garantie de \$ 120 millions, il y avait \$ 20 millions en titres de collectivités américaines et de municipalités, y compris des valeurs du Canadian Pacific. Le reste consistait en obligations directement souscrites, ou portant la garantie d'intérêt des Gouvernements argentin, uruguayen,

Brésil Funding Loan, Suisse, Hollande, Espagne, Egypte, Province de Québec, Danemark, Suède, Norvège, Etat de Berne, villes de Stockholm, titres de chemins de fer espagnols et de la Compagnie de Suez.

Il était convenu que l'on maintiendrait une marge de 20 0/0 entre la valeur du nantissement au cours du jour et le montant de l'emprunt, et le public était mis au courant des dispositions de détail prises pour assurer la sécurité de son prêt et du gage.

L'opération était offerte à 99 0/0, représentant pour le prêteur un taux voisin de 6 0/0 net et elle était présentée au public par la maison J.-P. Morgan et Cie ayant derrière elle toutes les grandes banques des Etats-Unis.

L'émission rapporta net au Trésor français 497.927.000 fr.

A côté des émissions sur le marché américain, il faut indiquer comme opérations faites sans intervention de banques ou de groupements français, les avances faites directement au Trésor français par des banques ou groupes de banques américaines.

En premier lieu, c'est en novembre 1914 la souscription, par la Banque J.-P. Morgan et Cie et la National City Bank de New-York, de \$ 10 millions (capital nominal) de Bons du Trésor français.

En deuxième lieu, c'est une avance de \$ 100 millions faite au Trésor français au mois d'août 1916 par « l'American Foreign Securities », société créée spécialement en vue de cette opération, représentant les intérêts de J.-P. Morgan et Cie, de la National City Bank, de la Guaranty Trust Cie. Le prêt était fait pour 3 ans et remboursé par le Trésor français

en août 1919. Le taux de l'intérêt était de 7 1/4 0/0 l'an ; des titres américains ou neutres, d'une valeur de \$ 120 millions, étaient remis en nantissement par le Trésor français. Ajoutons que, pour se procurer les \$ 100 millions, l'American Foreign Securities plaça dans le public des obligations 5 0/0 à 3 ans, mais il ne s'agit pas là d'une émission du Trésor français sur le marché américain, puisque ces obligations émanaient d'une société américaine. Le Trésor français n'avait de rapport qu'avec la société ; à elle seule il devait rembourser et peu lui importait de savoir comment elle s'était procuré les fonds mis à sa disposition. C'est pour cela que nous plaçons cette opération dans les prêts faits par des banques ou groupes de banques américaines au Trésor français et non dans les émissions faites par le Trésor français sur le marché américain.

Telles sont les ressources que s'est procurées le Trésor français aux Etats-Unis directement ; nous entendons par là sans l'intermédiaire de groupements ou personnalités françaises (1).

En ce qui concerne les crédits ouverts par les Américains aux gouvernements alliés, la question de sentiments plus ou moins amicaux à l'égard de la France et de ses alliés devait forcément intervenir, soit dans le sens de l'extension, soit

(1) Après l'entrée des Américains dans la lutte, le Trésor emprunta directement au Trésor américain, ce qu'il n'avait pas pu faire dans la période qui nous occupe. C'est ainsi que les avances de la Trésorerie fédérale se sont élevées à :

\$ 1130 millions en 1917
» 895 millions en 1918
» 760 millions en 1919.

Une grande partie des sommes obtenues a d'ailleurs été affectée au remboursement des emprunts contractés par la France, de 1914 à 1917.

dans le sens de la restriction des crédits. Il ne faut pas oublier, en effet, que les Allemands habitant le territoire des Etats-Unis étaient très nombreux avant la guerre. D'autre part, l'Allemagne avait un service de propagande aux Etats-Unis extrêmement bien organisé, qui agissait principalement sur les milieux financiers. La plupart de ceux-ci à la déclaration de guerre étaient disposés assez favorablement à l'égard de l'Allemagne et ils n'entendaient nullement prêter leur concours à ses ennemis. Le gouvernement, de son côté, désirait observer une stricte neutralité ; poussé dans sa façon d'agir par les milieux dont nous venons de parler, il déclarait au mois d'août 1914 par la voix de M. Bryan, sous-secrétaire d'Etat aux Affaires Etrangères, que les prêts consentis par les banques américaines à une nation étrangère en état de guerre étaient incompatibles avec le véritable esprit de neutralité.

Fort heureusement les événements arrivèrent à modifier peu à peu l'opinion publique et, en avril 1915, le gouvernement fédéral faisait une déclaration nouvelle qui, cette fois, était favorable à l'entente au point de vue financier. Il déclare qu'il ne s'est pas cru en droit d'opposer une objection aux arrangements de crédits signalés à son attention entre des banques américaines et les nations belligérantes ; qu'il ne les a jamais approuvés ni désapprouvés.

Enfin, le « Federal Reserve Board » qui est l'organe centralisateur dans le système des banques fédérales, crut, en novembre 1916, devoir conseiller aux banques américaines de ne pas souscrire, en quantité exagérée à des bons à long terme des belligérants dont les circonstances pouvaient rendre la réalisation difficile. Certes, cette injonction pouvait provenir,

pour une part, du désir de voir respecter par les banques la loi fédérale du 29 décembre 1913 dont un article interdisait des engagements trop importants, vis-à-vis d'un même emprunteur ; mais on pouvait l'attribuer surtout à la propagande germanophile et à des questions de personne qui agissaient sur le « Federal Reserve Board ».

Fort heureusement, le 20 décembre 1916, M. Harding, gouverneur du « Federal Reserve Board » annonçait que le bureau ne voyait aucune objection à ce que les banques d'Amérique consentissent à l'étranger des prêts sous forme de souscription de bons à long terme. C'était l'influence germanophile définitivement écartée.

Ainsi les crédits en question dépendaient des décisions gouvernementales, et ces décisions gouvernementales, elles-mêmes, étaient prises sous la pression de l'opinion publique. Quand celle-ci a vu clair dans la lutte et qu'elle a assisté au rétablissement des armes françaises à Verdun à l'automne de 1916, et aux torpillages des navires neutres et américains dans cette même année 1916, le Gouvernement a suivi, et quelques mois après c'était l'intervention.

Avances consenties indirectement au Trésor français. — Des villes françaises, des banques françaises, des industriels français se sont interposés entre l'Etat français et les prêteurs des Etats-Unis, offrant leur garantie, ajoutant au crédit de l'Etat leur crédit propre et augmentant par là la confiance des emprunteurs.

Cette interposition se produisit aussi parce que la loi sur les banques fédérales du 29 décembre 1913 interdisait des engagements de la part des banques, vis-à-vis d'un même emprunteur, dépassant 10 0/0 de leur capital et de leurs

réserves si aucune garantie n'était déposée, 25 0/0 dans le cas de garantie. Par conséquent, le moyen d'obtenir un prêt dépassant le maximum permis était, pour l'emprunteur, de se faire remplacer par un emprunteur apparent qui lui rétrocéderait les fonds obtenus.

Les quatre plus grandes villes de France, Paris, Marseille, Lyon, Bordeaux se sont interposées entre l'Etat français et les prêteurs américains. Un décret du 4 octobre 1916 autorise la ville de Paris à émettre, jusqu'à concurrence de \$ 50 millions des obligations portant intérêt au taux de 6 0/0, d'une durée de 5 ans, d'un montant de \$ 500 et \$ 1000. L'opération fut faite dans ces conditions le 15 octobre 1916. Trois décrets du 2 décembre 1916 autorisaient Bordeaux, Lyon et Marseille, à émettre des obligations 6 0/0 à trois ans de \$ 100, \$ 500, \$ 1000, pour un montant de \$ 25 millions chacune ; elles n'émissent des obligations que pour \$ 12 millions chacune, obligations qui furent, d'ailleurs, remboursées en 1919.

Les fonds provenant des emprunts contractés par les quatre villes étaient immédiatement mis à la disposition du Trésor français auquel incombaient, en revanche, les charges de l'opération.

En second lieu, ce sont les banques françaises ou les industriels français qui ont prêté leur concours à l'Etat français en concluant certaines opérations privées avec les banques américaines, mais en réalité, en faisant bénéficier ensuite le Trésor français des avances obtenues. Les ressources récupérées par ce moyen furent importantes. Comme on le sait, la loi du 29 décembre 1913 sur les banques fédérales avait modifié la situation à notre avantage. Cette loi créait le « Federal Reserve System », coordonnant les efforts des « National

Banks » (1) et supprimant la cloison étanche qui les séparait et ne leur permettait pas de s'entr'aider même pendant les périodes critiques. En vertu du nouveau système, les banques fédérales (anciennes banques nationales), au nombre de 12, étaient placées sous une autorité commune, le « Federal Reserve Board ». Elles pouvaient agir collectivement, se porter secours les unes aux autres. La garantie des billets était assurée par le portefeuille commercial et une encaisse, ce qui rendait la circulation plus élastique que lorsque la garantie des billets était assurée par la possession de titres fédéraux. Les banques fédérales devaient pratiquer une large politique de réescompte à l'égard des effets que leur demanderaient de réescompter les autres banques américaines, même ceux qui ne représentaient que des prêts aux banques ou états étrangers, à condition toutefois que le montant des effets en question soit destiné à des usages commerciaux. Les banques, dans ces conditions, étaient disposées à prêter des fonds aux banques françaises ; c'est pour cela que la réforme bancaire américaine de décembre 1913, appliquée seulement au début de la guerre de 1914, constituait pour nous un avantage très réel.

Ceci posé, examinons sous quelles formes les crédits étaient accordés aux banques françaises. Voici à peu près le type le plus fréquent :

Le Trésor français a besoin de payer des dollars aux Etats Unis dans quelques semaines :

1° Il réunit les établissements de banque français et leur demande de lui avancer les dollars nécessaires pour un an

(1) Avant l'application de cette loi, en vertu de celle de 1864, les banques nationales qui étaient des banques d'émission émettant des billets représentés par des titres fédéraux, étaient indépendantes les unes des autres.

par exemple ; les banquiers répondent : « Nous n'en avons pas, mais nous allons en créer ».

2° Le groupe de banquiers français s'adresse alors à des banquiers américains et leur demande de lui prêter les dollars en question en leur offrant comme garantie des bons du Trésor ou des titres neutres, chacun des banquiers engageant sa signature pour une fraction donnée de l'opération, et se portant fort pour le remboursement de cette fraction.

3° Les banquiers américains autorisent les banquiers français à tirer sur eux des traites à trois mois pour le montant du prêt et acceptent lesdites traites ;

4° Les traites sont escomptées à notre profit par les banques fédérales ; le produit de l'escompte est alors tenu à la disposition du groupe français et celui-ci à son tour le remet au gouvernement français.

Ce ne sont pas les banques américaines qui font l'avance des fonds, ce sont en réalité les banques fédérales par l'escompte qu'elles consentent à pratiquer. A l'échéance, elles se retournent contre les tirés qui reçoivent de France les fonds nécessaires au paiement des effets.

D'ailleurs, les banques fédérales ne peuvent escompter que du papier à trois mois et seulement lorsque ce papier représente un prêt destiné à payer des exportations américaines, c'est-à-dire qu'elles n'interviennent que pour favoriser les affaires aux Etats-Unis. Les traites n'étaient créées que pour trois mois, mais étaient d'office renouvelables tous les trois mois ; par suite d'accords, elles pouvaient ensuite être renouvelées jusqu'à la limite fixée pour le terme maximum de l'opération. Tel est, sommairement, le mécanisme de ces crédits dits « crédits d'acceptation ».

Le premier fait sous cette forme aux Etats-Unis fut le crédit Brown ouvert en août 1915. Il y avait deux groupes de banques en présence : un groupe français, composé d'un certain nombre de grandes maisons et établissements français dont les opérations étaient centralisées par le Crédit Lyonnais, et un groupe américain qui avait été constitué par la Maison Brown Brothers de New-York. Chacun des membres du groupe français tirait sur chacun des membres du groupe américain. Le montant total devait être de \$ 20.000.000 ; la durée du crédit était de trois mois, mais il y avait trois renouvellements d'office de même durée, ce qui fait que la véritable durée était d'un an. Le crédit était remboursable en 1916, mais il fut renouvelé pour un an et son montant porté, lors de ce renouvellement à \$ 25 millions (1). Chacun des membres du groupe français remettait les effets endossés en blanc à l'établissement central français qui centralisait les opérations ici et celui-ci les envoyait à son représentant à New-York. Ce dernier les remettait à Brown qui se chargeait de les faire accepter par les tirés et ensuite les escomptait sur place auprès de la banque fédérale. Les banques américaines garantissaient d'ailleurs l'escompte des traites jusqu'à concurrence de leur participation. Les fonds provenant de l'escompte étaient tenus dans un compte spécial à la disposition de la Banque de France ; mais notre institut d'émission avait dû déposer, en garantie des crédits accordés, des bons de la Défense Nationale, à l'ordre de MM. Brown Brothers à Paris, dans différentes succursales de banques américaines. Enfin, il était stipulé que le crédit était ouvert pour les besoins com-

(1) Le remboursement définitif eut lieu en août 1917. Il fut effectué avec facilité car, à ce moment-là, l'Amérique était devenue notre alliée.

merciaux de la France en Amérique. Le concours des établissements de banque français (1) était absolument gracieux et donné dans un but patriotique.

La deuxième opération sous forme de crédits d'acceptation fut faite à partir de décembre 1915. Il s'agit des crédits dits Bombricht (2) ou Schneider, selon que l'opération prend le nom du directeur du syndicat américain ou le nom du bénéficiaire français apparent du crédit. Les crédits sont au nombre de quatre :

le 1 ^{er} de \$ 15 millions	suivant contrat du 27 décembre 1915 ;
le 2 ^e de \$ 15 millions	— 16 mars 1916 ;
le 3 ^e de \$ 15 millions	— septembre 1916 ;
le 4 ^e de \$ 15 millions	— mars 1917.

Le 4^e est destiné à rembourser le crédit de même montant du 27 décembre 1915.

Les crédits furent réalisés par les tirages à trois mois, renouvelables trois fois, de banquiers français groupés en un Consortium dont les opérations étaient centralisées à l'Union Parisienne, sur des Banques américaines composant un syndicat formé par la Maison Bombricht de New-York.

Les tirages étaient effectués par les membres français du Syndicat et remis à l'Union Parisienne, qui les faisait parvenir à la Maison Bombricht. Celle-ci les faisait accepter

(1) Les participants français du crédit Brown Brothers étaient : le Crédit Lyonnais ; MM. de Rothschild Frères ; le Comptoir National d'Escompte ; MM. Heine et Cie ; Hottinguer et Cie ; Mallet Frères et Cie ; De Neuflize et Cie ; Mirabaud et Cie ; Vernes et Cie ; la Banque Suisse et Française.

(2) Les participants français du crédit P. Bombricht et Cie, de New-York étaient la Banque de l'Union Parisienne ; MM. de Rothschild Frères ; le Crédit Lyonnais ; le Comptoir National d'Escompte de Paris ; la Banque de Paris et des Pays-Bas ; la Société Générale de Crédit Industriel et Commercial ; MM. Heine et Cie ; Hottinguer et Cie ; Mallet Frères et Cie ; Mirabaud et Cie ; de Neuflize et Cie ; Vernes et Cie ; Lehideux et Cie.

par les tirés américains puis les faisait escompter par les Banques fédérales. Le produit des escomptes était porté dans un compte spécial, au crédit de Schneider et Cie du Creusot. Les retraits de fonds étaient effectués sur l'ordre du représentant de Schneider et Cie en Amérique, mais seulement pour le paiement en Amérique de produits destinés à être exportés des Etats-Unis et sur présentation de certificats d'exportation. MM. Schneider et Cie donnaient leur garantie personnelle au crédit et cette garantie s'ajoutait à celle des banques françaises vis-à-vis du Syndicat américain. En outre, des bons du Trésor français libellés en dollars étaient déposés par MM. Schneider et Cie à la Banque de France pour le compte de Bombright (1).

Ajoutons enfin qu'une partie du crédit fut utilisée par MM. Schneider et Cie pour le règlement de leurs achats en Amérique, mais que le reste fut rétrocédé au Trésor français.

Citons comme opération du même ordre, une ouverture de crédit en novembre 1916 de \$ 100 millions, faite à un groupe d'industriels français et rétrocédée au Trésor, constituée par des traites à 90 jours, renouvelables 5 fois. Le taux d'escompte était de 8 2/8 0/0 et la garantie était constituée par le dépôt de titres neutres et de bons du Trésor libellés en dollars dans les succursales des banques américaines intéressées.

Plusieurs crédits semblables ont été obtenus par les compagnies françaises de chemins de fer et par des entreprises

(1) La constitution d'une garantie, dans les crédits que nous étudions, a non seulement pour but d'augmenter la sécurité du prêt, mais encore de permettre de faire des prêts plus élevés, puisque nous avons vu en effet que la loi sur les Banques Fédérales interdisait des engagements vis-à-vis d'un même emprunteur dépassant 10 0/0 du capital et des réserves de la Banque prêteuse, si aucune garantie n'existait, mais que le pourcentage permis s'élevait à 25 0/0 dans le cas d'existence de garantie.

industrielles et commerciales ayant des paiements importants à faire aux Etats-Unis.

A côté de ces opérations de crédits, conclues entre groupe américain et groupe français, et revêtant la forme des « crédits d'acceptation », il faut indiquer que d'autres crédits ont été ouverts sans que le mécanisme fut le même. Par exemple, deux crédits ont été ouverts, le premier en juin 1915 pour un montant de \$ 40 millions, le second en septembre 1915 pour un montant de \$ 2.175.000 par un groupe de banques américaines formé par Morgan et Cie à la Banque de Rothschild Frères qui opérait pour le compte du Trésor français. Les crédits étaient ouverts pour un an. Le taux du prêt était de 5 0/0. Ils étaient appuyés d'un nantissement d'obligations de chemins de fer Pennsylvania et Chicago Milwaukee émises en France de 1906 à 1912 ; mais comme ces valeurs, pour des raisons fiscales, avaient été nationalisées françaises, elles ne pouvaient plus être négociées à New-York et elles durent être rachetées par les compagnies émettrices. Nous allons du reste revenir plus loin sur cette catégorie d'opérations.

Telles sont les opérations de crédit aux Etats-Unis :

Emissions de bons sur le marché, prêts consentis par les Banques américaines au Trésor français, prêts consentis par les Banques américaines à des Banques françaises qui faisaient bénéficier le Trésor français des ressources acquises par elles. Quelle que soit la forme du crédit, la conséquence est la même sur la balance des comptes. Il y a création d'un avoir en dollars au profit de la France. Ces dollars serviront à l'Etat français, puis aux industriels français auxquels il consentira une rétrocession partielle. Cette abondance agit dans le sens de la dépréciation du dollar et de l'augmentation de la valeur

du franc. Certes, il ne s'agit que de créations temporaires, puisque, dans quelques mois, dans quelques années, la balance des comptes sera influencée défavorablement pour nous, par l'obligation pour la France de payer les intérêts du prêt et de faire face à son remboursement ; il n'y a en quelque sorte que prorogation de nos dettes, mais la balance des comptes, au lieu d'être influencée immédiatement et aux heures les plus critiques de la guerre, par l'obligation pour les Français de payer leurs achats aux Etats-Unis, ne le sera que plus tard par l'obligation pour les bénéficiaires de prêts consentis par les Américains de faire face au remboursement.

Quels sont donc les autres éléments qui ont pu agir en notre faveur sur la balance des comptes entre la France et les Etats-Unis. Il n'est pas question de dépenses du corps expéditionnaire américain, puisque ce n'est qu'à l'expiration de la période qui nous occupe que les Etats-Unis déclarent la guerre aux Empires centraux et envoient en France des troupes nombreuses. Mais il y a deux forces agissant sur la balance des comptes : les envois d'or, l'expédition de valeurs aux Etats-Unis.

Les envois d'or des particuliers furent infimes pour les raisons qui avaient empêché les Français d'envoyer de l'or en Angleterre. Mais l'Etat Français voulait contrebalancer l'effet que devait produire sur le change une balance commerciale très défavorable à la France par des envois d'or. Certains économistes conseillaient même de faire des envois considérables se montant à quelques milliards de francs. C'eût été là une politique bien dangereuse et inefficace ; dangereuse parce que ces envois auraient été faits au préju-

dice de notre encaisse qu'il fallait garder intacte, puisqu'elle était déjà bien faible par rapport aux billets en circulation ; inefficace parce que le dollar, s'abaissant immédiatement après l'envoi d'or, reprendrait ensuite sa marche ascensionnelle de plus belle car les spéculateurs, se basant sur une dépréciation prochaine du billet de banque français, provoqueraient par leurs ventes de francs un avilissement de notre devise.

L'Etat français envoya cependant, surtout dans les premiers mois de 1915, de l'or aux Etats-Unis, mais pas dans de fortes proportions. D'ailleurs, l'Angleterre en faisait autant. Il s'agissait là, en vérité, de moyens de règlement, mais aussi d'une politique économique. En envoyant de l'or, on crée sur le marché du destinataire une abondance de disponibilités qui facilite, comme nous l'avons vu, l'ouverture de crédits par le pays expéditeur. Les Etats-Unis devinrent ainsi rapidement le grand détenteur du métal jaune (1). Ce n'était d'ailleurs pas une situation très avantageuse, car l'excès de disponibilités entraîne l'augmentation des prix et du coût de la vie, d'où infériorité dans la lutte commerciale que le pays livre à ses concurrents.

Mais notons qu'en ce qui concerne la France, les envois

(1) Voici le tableau des importations d'or et exportations d'or touchant les Etats-Unis de 1914 à 1917 :

	Entrée de l'or aux Etats-Unis	Sortie de l'or des Etats-Unis	Excès de l'entrée
1914.....	\$ 57,3 millions	\$ 279,9 millions	\$ — 222,6 millions
1915.....	» 451,9 —	» 31,4 —	» + 420,5 —
1916.....	» 685,9 —	» 155,8 —	» + 530,1 —

On compte que, du 1-1-1915 au 31-12-1918, les Etats-Unis ont importé pour \$ 1.752 millions et exporté pour \$ 600, c'est-à-dire que leur stock d'or par le seul jeu du mouvement international s'est élevé de \$ 1.152 millions. Il faut ajouter que la production d'or donne pour les Etats-Unis près de \$ 300 millions pour l'ensemble des années 1914, 1915 et 1916.

d'or aux Etats-Unis ne furent pas très importants en raison de l'orientation de la politique des règlements. La France, en effet, comme nous le verrons dans la section II du présent chapitre, a préféré faire des envois d'or à Londres, parce qu'elle réglait, par l'intermédiaire de Londres, une grande partie des achats qu'elle faisait aux Etats-Unis.

Un autre élément agissant contre la dépréciation du franc fut le fait que les Français étaient possesseurs de valeurs étrangères ; mais les valeurs américaines étaient malheureusement trop rares dans notre portefeuille (1), bien que, après leur crise de 1907, les Américains aient dû faire un large appel aux capitaux étrangers. Par conséquent, les porteurs français étaient faiblement créanciers des Américains en ce qui concerne les arrérages, et, d'autre part, la réalisation des valeurs américaines sur le marché américain devait peu rapporter ; d'ailleurs ces valeurs, en raison des complications de notre législation fiscale, avaient été créées dans des conditions toutes particulières et pour ainsi dire nationalisées françaises sans être négociables aux Etats-Unis, et le Gouvernement français dut intervenir auprès des Compagnies américaines pour qu'elles rachetassent leurs titres à ceux de nos nationaux qui étaient désireux de réaliser lesdites valeurs. C'est ce qui arriva par exemple pour les obligations des chemins de fer Pennsylvania et Chicago Milwaukee.

En ce qui concerne les valeurs des autres pays, elles ne faisaient pas l'objet de réalisation sur le marché de New-York, car généralement les valeurs sont réalisées, ou sur le marché

(1) M. Decamps dans son livre *Les changes étrangers*, estime (p. 305) que pendant les 10 ans qui ont précédé la guerre, les valeurs placées en France par les Etats-Unis n'ont pas dépassé \$ 160 millions. On estime, que, avant la guerre, les placements européens en Amérique atteignaient \$ 7 milliards dont 3 pour l'Angleterre, 1 pour l'Allemagne, 3/4 de milliard pour la France.

du pays de leur détenteur, ou sur le marché du pays qui avait emprunté en les émettant ; quelquefois sans doute, elles sont vendues sur un autre marché, mais qui n'est pas aussi éloigné du possesseur des valeurs que l'est New-York de la France.

Cependant, les valeurs non américaines servirent amplement pour nos règlements aux Etats-Unis : non par leur réalisation, mais parce qu'elles servirent de garantie aux prêteurs ; elles nous permettaient d'obtenir des crédits qui ne nous auraient pas été accordés sans la garantie offerte par ces titres. C'est ainsi que, comme nous l'avons vu, au mois d'août 1916, le Trésor français bénéficiait d'un prêt de \$ 100 millions que lui faisait l' « American Foreign Securities » (Société spécialement formée pour l'opération) moyennant la remise en nantissement de titres neutres et américains d'une valeur de \$ 120 millions que le Trésor français avait empruntés. Même remise de \$ 120 millions de valeurs neutres ou américaines, comme nous l'avons vu également, lors de l'émission faite sur le marché américain le 1^{er} avril 1917 de \$ 100 millions de bons à deux ans, opération qui était faite par le groupe J.-P. Morgan et Cie.

Ainsi, de toutes les forces agissant sur la balance des comptes en faveur de la France, la plus importante est celle des ouvertures de crédit, comme elle était aussi la plus importante en ce qui concernait la balance des comptes de la France avec l'Angleterre. Les titres neutres ou américains ont été utilisés surtout comme auxiliaires de ces ouvertures de crédit. Les expéditions d'or devaient plus agir sur le change parce qu'elles favorisaient les ouvertures de crédit que parce qu'elles supprimaient une dette du passif de la France.

SECTION II

Règlements du Trésor français aux Etats-Unis par l'entremise de Londres.

Il faut d'abord que nous exposions les raisons pour lesquelles la France s'est adressée à Londres pour effectuer une grande partie de ses paiements aux Etats-Unis ; nous verrons ensuite de quelle manière les inconvénients, qui auraient pu résulter pour l'Angleterre de ces opérations, ont été évités.

Les causes sont d'ordres divers, plus ou moins importantes. Tout d'abord il faut indiquer qu'en temps de paix déjà, Londres jouait un rôle prépondérant dans la plupart des transactions internationales, même au sujet de celles qui n'intéressaient aucun sujet britannique. En effet, les créanciers d'un pays quelconque, au lieu de tirer sur leur débiteur, tiraient sur des banquiers de Londres, et le débiteur, personnellement, ou par l'intermédiaire d'un banquier de son pays, désintéressait, au jour de l'échéance, le banquier anglais (1). L'avantage était important pour le créancier, car de cette façon il avait entre les mains une traite libellée en livres, facilement négociable et qui, d'autre part, valait partout de l'or grâce au soin jaloux avec lequel les Anglais maintenaient le gold standard de la livre sterling. Ce rôle important joué par la livre sterling n'était possible que parce que le commerce de la Grande Bretagne avec les autres pays était considérable, — ce qui faisait que, limitée même aux opérations commerciales concernant la Grande-Bretagne, la traite en

(1) D'ailleurs ces opérations augmentaient l'actif de la balance des comptes de l'Angleterre avec les autres pays, par les commissions dont les banquiers anglais étaient créditeurs vis-à-vis de l'Etranger.

livres sterling était déjà très répandue et tout le milieu commercial était déjà familiarisé avec elle — et aussi parce qu'il y avait à Londres une organisation de crédit excellente.

En second lieu, l'Angleterre avait sur New-York beaucoup plus de moyens de règlement que nous n'en avons nous-mêmes. Au début de la guerre, les Etats-Unis se sont trouvés débiteurs d'une forte somme de l'Angleterre, les banques anglaises exigeant la couverture des crédits d'acceptation ouvert aux Américains et qui se montaient à \$ 450 millions environ (1). C'était là un élément important d'actif pour l'Angleterre dans sa balance des comptes avec les Etats-Unis ; ensuite, les nationaux anglais étaient porteurs d'un important portefeuille étranger (2) composé en grande partie de valeurs américaines et, au début, ils rapatrièrent une partie de ces valeurs. Dans ces conditions, au début de la guerre, la livre sterling fit une forte prime par rapport au dollar ; c'est ainsi qu'en septembre la livre sterling valut à un moment donné à Londres \$ 5.08, alors que le niveau moyen pour la première quinzaine de juillet n'était que de \$ 4.88 et la parité de 4.86 ; puis, ensuite, sous l'action des achats faits à New-York, il y a mouvement de bascule et le dollar se met à son tour à faire prime sur la livre sterling. Ce nouvel état indiquait sans doute pour l'Angleterre une balance des comptes défavorable, mais pourtant l'Angleterre disposa toujours plus que la France d'éléments de compensation sur

(1) Les Etats-Unis furent même obligés de mettre de l'or à la disposition de l'Angleterre ; \$ 105 millions furent ainsi exportés, la plupart à Ottawa (au Ministère des Finances Canadien et au compte de la Banque d'Angleterre) entre le 1^{er} août et le 1^{er} décembre 1914.

(2) Il était en 1913 de l. st. 3.714 millions.

New-York parce qu'elle avait maintenu son commerce d'exportation, n'étant pas affaiblie comme la France par une mobilisation générale intensive et par l'invasion.

Une autre considération expliquant l'abondance des moyens de règlement sur New-York, existant à Londres, c'était que Londres était, en temps de paix et au début de la guerre le marché de l'or métal le plus important ; c'était le principal centre de vente du métal jaune, car une grande partie de l'or produit dans les différentes parties du monde était exportée et affinée sur cette place (Il faut remarquer d'ailleurs que lorsque la balance des comptes de l'Angleterre avec d'autres pays se traduisit pour elle par un déficit ; l'or quitta l'Angleterre, s'acheminant principalement vers New-York). Enfin, l'Angleterre obtenait aux Etats-Unis plus de crédits que la France et était autorisée à placer sur le marché de New-York, périodiquement, des bons à court terme, ce qui augmentait encore à sa supériorité, quant à l'abondance des moyens de règlement sur New-York, et Londres pouvait mettre à notre service une vieille organisation de compensation.

En troisième lieu il était de notre intérêt de passer par Londres. Comment régler directement nos achats immenses, étant donné que nous ne disposions pas d'éléments de compensation importants, nos exportations étant infimes vis-à-vis des Etats-Unis, les valeurs détenues par les Français ne pouvant pas nous donner d'importantes ressources, le corps expéditionnaire américain n'existant pas encore. Il fallait ou de larges crédits, ou exporter de l'or. C'étaient là les seuls moyens de lutter directement contre la dépréciation de notre change aux Etats-Unis. Les crédits nous y étaient accordés,

mais, nous l'avons vu, d'une façon limitée. Donc, nous aurions dû y exporter de l'or (1). Ceci nous aurait demandé des sacrifices immenses et peut-être pour des résultats assez maigres, car nous n'aurions lutté que difficilement, par ce moyen, contre la baisse du franc provoquée par les incessants et nombreux achats que nous devons faire aux Etats-Unis. Au contraire, les sacrifices étaient moins lourds et les résultats plus importants, si nous n'employions l'or que comme contre-partie d'ouvertures de crédit. Comme il était difficile d'obtenir des crédits aux Etats-Unis, la France s'adressa à Londres et demanda la permission d'utiliser les moyens de règlement, que les Anglais possèdent sur New-York, pour régler ses paiements aux Etats-Unis. C'est l'Angleterre qui nous ouvre des crédits, puisqu'elle nous fait l'avance des fonds que représentent les règlements effectués pour nous. Elle obtient, en contre-partie, une remise d'or, qu'elle achète ou qu'elle emprunte à l'Etat français. Cet or lui est très utile, car il lui permet de soutenir la livre sterling en face du dollar (2).

Si nous n'avions pas envoyé d'or à l'Angleterre, il est cer-

(1) L'exportation de l'or aux Etats-Unis aurait pu créer dans ce pays une abondance de ressources monétaires dont tous nos ennemis auraient pu profiter en même temps que nous.

(2) Rappelons quels ont été les crédits ouverts par l'Angleterre et affectés au paiement des achats français aux Etats-Unis :

Avril 1915 : Prêt de l. st. 62 millions fait par le Trésor britannique au Trésor français. Les 2/3 environ doivent être employés pour les règlements de la France aux Etats-Unis, l. st. 20 millions d'or vendus.

8 février 1916 : l. st. 28 millions en tout prêtés par le Trésor anglais au Trésor français. L. st. 18 millions sont affectés aux paiements du Trésor français aux Etats-Unis. L. st. 12 millions d'or vendus.

25 avril 1916. L. st. 72 millions prêtés par la Banque d'Angleterre au Trésor français sans pourcentage indiqué pour les règlements en Angleterre et aux Etats-Unis. L. st. 24 millions d'or prêtés.

24 août 1916. L. st. 150 millions prêtés par le Trésor britannique au Trésor français sans indication de pourcentage. L. st. 50 millions d'or prêtés.

tain que les services qu'elle aurait consenti à nous rendre en se chargeant de nos règlements aux Etats-Unis lui auraient été très préjudiciables. En effet, elle diminuait par cette aide, le nombre des dollars disponibles à Londres ; d'où hausse du dollar raréfié, avilissement de la livre. Il était équitable, alors, que nous offrions à l'Angleterre le moyen d'empêcher cette perte de la livre. Et c'est pour cela que nous lui avons vendu ou prêté de l'or. A cause de nous, en effet, elle était obligée de défendre plus fortement sa livre sterling contre le dollar et, par suite, d'envoyer elle-même de l'or aux Etats-Unis. Il était juste que nous lui procurions cet or dont elle avait besoin.

Notons en terminant que ces opérations étaient tout à fait en harmonie avec l'existence d'une solidarité très étroite qui unissait la France et l'Angletrre et n'étaient en somme que la conséquence de l'accord du 5 février 1915 dont nous avons déjà parlé et par lequel les Alliés décidaient de s'unir matériellement, politiquement, financièrement.

CHAPITRE IV

MOYENS DE RÈGLEMENT DANS LES AUTRES PAYS QUE L'ANGLETERRE ET LES ETATS-UNIS

Nous avons vu, dans le chapitre premier de la présente partie, que nos achats les plus importants ont été faits aux Etats-Unis et en Angleterre. C'était donc vis-à-vis de ces deux pays que les paiements à effectuer étaient les plus importants et devaient donner lieu à des opérations de crédit nombreuses et variées. Mais nous avons aussi acheté en quantités beaucoup moins importantes, sans doute, mais pour des montants aussi très considérables, en Espagne, au Brésil, en République Argentine, dans les Pays Scandinaves, au Japon (mais surtout à partir de 1917), etc.... Vis-à-vis de la plupart de ces pays, nos achats, tout en étant infiniment moins lourds pour les règlements à faire que ceux effectués en Angleterre et aux Etats-Unis, étaient toutefois de nature à rendre déficitaire la balance des comptes de la France.

D'où conséquence sur le change. Nous voyons, en effet, les devises neutres monter avec rapidité. Elles se mettent à faire prime sur le franc, alors qu'avant la guerre, la France créditrice partout, débitrice nulle part, avait un change qui faisait prime sur les monnaies étrangères.

Pour lutter contre cette situation, qui lui était défavorable, puisqu'elle rendait très onéreux ses achats à l'étranger, la France recourut à quelques envois d'or au début de 1915, qui n'eurent aucun résultat important sur les changes. D'autre part, elle se fit ouvrir certains crédits. Les pays qui nous vendaient étant des pays neutres, il était difficile aux gouvernements de ces pays, sans violer le principe de neutralité, de nous donner eux-mêmes une aide par des prêts qu'ils auraient consenti à accorder au Trésor français. Les opérations sont donc essentiellement privées — de banques étrangères à banques françaises, le Trésor français n'intervenant, en définitive, que pour profiter d'une partie des ressources mises à la disposition des banques françaises. Mais, en revanche, les banques d'émission du pays prêteur jouent un rôle essentiel et ce sont elles, en réalité, qui apportent l'aide demandée par la France. En effet, dans la plupart des crédits ouverts — comme c'était déjà le cas dans les opérations Brown Brothers, Bombricht, des Etats-Unis, c'est la Banque d'émission qui, par la création des billets, escompte le papier de crédit qui lui est présenté. Enfin une dernière remarque doit être faite : les crédits ouverts ne peuvent pas être utilisés n'importe comment, car il est généralement stipulé que le pays bénéficiaire du crédit, doit acheter, à l'intérieur du pays qui l'accorde, des marchandises pour un montant égal à ce crédit. Cette réserve prouve que ces avances n'étaient pas accordées dans l'intérêt du Trésor français, mais dans l'intérêt des industriels et commerçants locaux, puisque, d'une part, les avances permettaient à ceux-ci de se faire payer et, d'autre part, leur procuraient des commandes de la part de la France.

Les crédits furent surtout nombreux à partir de 1918, c'est-

à-dire à une époque qui ne fait pas l'objet de notre étude. Pourtant quelques-uns nous avaient été ouverts avant le 2 avril 1917, date de l'entrée en guerre des Américains.

C'est ainsi que le 1^{er} juin 1916 un contrat fut signé à Stockholm dans le but de supprimer les entraves que la situation anormale sur le marché des changes apportait aux relations commerciales entre la France et la Suède. Un groupe de banques suédoises ouvrait, à un groupe de banques françaises, un crédit s'élevant à 50 millions de couronnes suédoises (ce qui faisait à la parité à peu près 69 millions de francs). Le montant était porté chez les banques suédoises au crédit des banques françaises ; au fur et à mesure que des paiements étaient opérés par les soins des banques suédoises sur instructions du Trésor français, les sommes déboursées étaient inscrites au débit des banques françaises (au prorata de leur participation dans l'affaire).

Le taux d'intérêt en faveur des banques suédoises était le même que le taux fixé des avances de la Banque de Suède (au minimum de 6 0/0), plus une commission de 1 1/2 0/0 sur le montant du crédit, perçue par les banques suédoises lors de chaque renouvellement. Le crédit avait, en principe, une durée d'un an, mais il a été plusieurs fois renouvelé et il ne fut remboursé qu'en septembre 1921. La garantie était assurée par le dépôt de titres suédois, soit à la Banque de Suède, soit à la Banque Nationale Suisse ; dans ce dernier cas, une commission supplémentaire de 1/2 0/0 était allouée aux banques suédoises sur le montant du crédit (1).

(1) Dans le courant de l'année 1918, un vaste crédit de Kr. 50 millions devait être accordé par les banques suédoises aux banques alliées. Mais il ne fut réalisé que pour une tranche de Kr. 6.250.000 en faveur de la France. Il était ouvert sous la forme des crédits d'acceptation.

Deux crédits, respectivement de 25 millions et 10 millions de couronnes norvégiennes furent, en 1916, en vertu d'un contrat-type de juin 1916, ouverts par un groupe de banques norvégiennes à un groupe de banques françaises. La forme était la même que celle du crédit suédois du 1^{er} juin 1916, c'est-à-dire qu'il s'agissait de crédits en compte-courant. Le Trésor français disposait des fonds et garantissait aux banques françaises tous les engagements et frais afférents à ces crédits.

Aucune opération de crédit en Suisse, dans la période qui nous occupe, malgré la prime croissante que faisait le franc suisse par rapport à notre franc. La Suisse était, vis-à-vis de nous, dans une situation particulière, puisque nous achetions chez elle, mais que, par contre, nous étions obligés de subvenir à son approvisionnement. Donc, nécessité moins grande d'obtenir des moyens de règlement que dans d'autres pays, puisque nos exportations en Suisse étaient déjà un élément important de compensation quant aux achats que nous y faisions. D'autre part, les ouvertures de crédit étaient rendues difficiles en raison de la publication, en mars 1916, d'une note du département suisse d'Economie politique, en vertu de laquelle les banques et sociétés financières de la Confédération étaient invitées à ne contribuer, à l'avenir, en Suisse à aucune émission d'emprunts étrangers ou de valeurs étrangères (1) ; cette note avait pour but d'éviter les troubles auxquels l'exportation trop considérable de capitaux exposerait l'économie nationale, à un moment où, cependant, la situation monétaire de la Suisse était excellente, puisque sa monnaie faisait prime sur presque toutes les autres. De cette note, qui ne visait, en apparence, que les émissions d'em-

(1) Voir le numéro de *l'Economiste Européen* du 14 avril 1916.

prunts, il ressortait, cependant, que les ouvertures de crédit étaient vues avec défaveur, car elles auraient eu les mêmes conséquences sur le change suisse que l'émission d'emprunts (1).

En Espagne, un seul crédit, pendant la période qui nous occupe, fut accordé pour un montant de 80 millions de pesetas ; une garantie était offerte par le dépôt de titres de chemins de fer. Mais plus tard, de nouveaux crédits nous furent ouverts, les plus importants étant le crédit Urquijo (septembre 1917) (2) et le crédit ouvert au début de 1918 par un consortium de banques espagnoles (3).

Au Japon, les opérations ne sont pas non plus importantes au début de la guerre, et pourtant le Japon était devenu notre allié depuis la fin d'août 1914 et n'était pas retenu par des

(1) En 1917, cependant, deux opérations ont été conclues ; elles sont le résultat de négociations engagées avec le gouvernement suisse par le gouvernement français, à la suite desquelles le gouvernement suisse consentit à ce que des crédits nous soient ouverts, en contrepartie de certaines facilités accordées pour son ravitaillement en vivres. Un premier crédit de 37.500.000 francs suisses est ouvert par un groupe de banques suisses à un groupe de banques françaises, le 10 novembre 1917 ; puis un deuxième crédit de 150 millions de francs le 29 décembre 1917. Un collatéral de titres suisses, déposés à la Banque Nationale Suisse à Berne, servait de garantie au premier crédit ; un collatéral en obligations de chemins de fer français, de la Compagnie de Suez, du Crédit Foncier de France, servait de garantie au deuxième crédit.

(2) Le crédit Urquijo fut ouvert à la France par la Banque Urquijo. Le total des sommes mises à notre disposition est de 149 millions de pesetas. Un collatéral, formé d'obligations de chemins de fer espagnols, sert de garantie.

(3) Le Consorcio Bancario Espanol (consortium de banques espagnoles) a ouvert à un groupe de banques françaises, agissant pour compte du gouvernement français, un crédit de 455 millions de pesetas au sujet duquel le Crédit Lyonnais, la Société Générale, le Comptoir d'Escompte de Paris, la Banque de Paris et des Pays-Bas, la Banque de Rothschild frères ont chacun une participation de 36.400.000 de pesetas. Le crédit a été réalisé au moyen de traites tirées par les banques françaises et escomptées par la banque d'Espagne. Le crédit ne devait durer que deux ans, mais il fut prorogé de 3 mois en 3 mois jusqu'à la conclusion, en mai 1921 d'un accord définitif entre le Ministre des Finances français et le gouvernement espagnol, en vertu duquel le remboursement devait s'effectuer en une période de trois ans.

A la date du 1^{er} octobre 1922, le crédit, par suite de remboursements, a été ramené à 210 millions de pesetas.

scrupules de neutralité. Mais il faut dire que nos achats au Japon ne sont importants qu'à partir de l'année 1917 ; ce n'est donc qu'à ce moment-là que des opérations de crédit devinrent indispensables. Elles consistèrent dans l'émission, sur le marché japonais, de bons du Trésor français et dans un certain nombre d'avances faites par des banques japonaises au Trésor français sous forme de souscription à des obligations du Trésor (1), ces deux catégories d'opérations étant effectuées sans aucune constitution de garantie de la part de l'emprunteur.

Les achats effectués au Brésil et en République Argentine donnèrent lieu à des ouvertures de crédit de banques à banques, mais qui ne furent accordées au Trésor français ou aux banques françaises qu'à partir de 1917. Jusque-là la France disposait d'éléments de compensation assez nombreux, parce que nous étions créditeurs, suffisamment, de ces pays au début de la guerre, pour que des opérations de cette nature n'aient pas été indispensables plus tôt. Il faut signaler pour le Brésil, que certaines compagnies concessionnaires françaises, principalement des compagnies de chemins de fer établies au Brésil, qui avaient à toucher du gouvernement brésilien une garantie d'intérêt, se trouvaient créancières de ce gouvernement lors de la déclaration de guerre pour versements de garantie en retard. Après l'ouverture des hostilités, le Gouvernement brésilien effectua les paiements en retard et

(1) En juillet 1917, 50 millions de yens (c'est-à-dire environ 126 millions de francs au pair) d'obligations ont été souscrits par un consortium de banques japonaises.

Opération analogue pour le même montant en décembre 1918.

Il faut aussi signaler l'émission au Japon, dans le deuxième semestre de 1917, de bons du Trésor français dont le montant s'élevait déjà au 1^{er} septembre 1917 à 45 millions de yens.

les compagnies françaises rétrocédèrent au Gouvernement français, contre couverture en francs à Paris, les milreils qu'elles reçurent ainsi.

Aucune opération de crédit en Russie. Ceci tient à ce que nos achats dans ce pays étaient pour ainsi dire nuls, les communications étant extrêmement difficiles entre la Russie et la France. Non seulement, nous n'avons pas été des emprunteurs vis-à-vis de notre alliée, mais au contraire nous lui avons prêté les fonds nécessaires en francs pour qu'elle puisse payer les arrérages des emprunts qu'elle avait émis en France avant la guerre (1).

L'Italie, la Belgique, la Serbie, le Monténégro ne nous aidèrent pas financièrement ; tout au contraire, même, puisque la France leur faisait des avances.

Telles sont les principales opérations conclues dans les autres pays que l'Angleterre et les Etats-Unis. Ainsi, partout où elle achetait, la France avait soin de se constituer des provisions de change par des ouvertures de crédit dans le pays exportateur même. Nos règlements, grâce à cette précaution, ne devaient pas influencer trop défavorablement notre change.

Voyons le résultat des opérations financières du Trésor français à l'Etranger sur la dette extérieure de la France.

Au 1^{er} septembre 1917, notre dette extérieure vis-à-vis de tous les pays (y compris l'Angleterre et les Etats-Unis) était de 14.470 millions de francs au pair. Au 2 avril 1917, elle était

(1) Dans le chapitre II de la première partie, nous avons mentionné la convention du 2 février 1915 d'après laquelle un prêt de 500 millions est fait par l'Etat français à l'Etat russe.

déjà de près de 11 milliards, dont un peu plus de 10 milliards de dette remboursable après la guerre.

Au 1^{er} octobre 1921, la dette extérieure de la France était de 35 milliards de francs environ, au pair, soit 86 milliards environ au change du jour, au moment où nous écrivons (mars 1923).

CHAPITRE V

LES PRÊTS OU VENTES DE VALEURS NEUTRES OU ALLIÉES A L'ÉTAT FRANÇAIS

Les valeurs neutres ou alliées ont aidé le Trésor français de deux façons différentes, à effectuer ses paiements à l'extérieur. En premier lieu, parce qu'elles furent vendues à l'extérieur comme de simples marchandises ou remises en paiement des achats faits par la France ; en deuxième lieu, parce qu'elles servirent à obtenir à l'Etranger des crédits importants, étant utilisées comme garantie des avances qui nous étaient faites. Dans le premier cas, il fallait que le Trésor français achetât aux porteurs les valeurs en question, puisqu'elles étaient envoyées définitivement à l'étranger ; dans le deuxième cas le Trésor ne faisait qu'emprunter les valeurs, puisque, au remboursement du prêt, il recouvrait la possession des titres utilisés comme garantie. Cependant dans ce dernier cas, il se réservait la possibilité d'acheter ultérieurement les titres empruntés, car le Trésor pouvait avoir à s'en servir, en les aliénant pour désintéresser les prêteurs lors du remboursement. On peut donc distinguer deux sortes d'opérations : les achats, par le Trésor, de titres destinés à être vendus ou à être remis en paiement à l'Etranger ; les emprunts par le Trésor

des titres appelés à servir de garantie aux ouvertures de crédit. Nous étudierons dans deux sections différentes :

Les achats de valeurs neutres ou alliées par le Trésor Français (Section I) ;

Les emprunts de valeurs neutres ou alliées par le Trésor français (Section II).

SECTION I

Les achats de valeurs neutres ou alliées par le Trésor français.

A la veille des hostilités, les Français possédaient dans leur portefeuille une grande quantité de valeurs étrangères. Ceci était dû à diverses causes :

En premier lieu, un certain nombre de capitalistes français, effrayés par la perspective de l'établissement de l'impôt sur le revenu, avaient cru prendre des précautions en plaçant leur fortune en titres étrangers. En second lieu, l'on estimait généralement que l'activité industrielle et commerciale en France n'était plus suffisante pour rémunérer largement les capitaux ; la France, autrement dit, était un pays vieux, dont l'outillage était à peu près complet et les besoins de fonds restreints, où les disponibilités étaient fortes, par suite, où le taux d'intérêt était faible ; les capitalistes préféraient, malgré le risque plus grand qu'ils encouraient, les placements dans les pays neufs où les besoins sont nombreux, les disponibilités faibles, par suite le taux d'intérêt fort.

Pour donner une idée de l'exode des capitaux français avant la guerre, indiquons les faits suivants :

En 1911, 82.6 0/0 des émissions faites en France sont des

émissions de valeurs étrangères; à la veille de la guerre, d'après certaines estimations, les valeurs étrangères, pour un montant de près de 50 milliards de francs, auraient été possédées par des Français, alors que les valeurs françaises, détenues par eux, n'auraient pas dépassé 70 milliards de francs.

Du fait de cette situation, la France était en temps de paix créancière de sommes importantes de l'Etranger, quant aux intérêts des sommes empruntées par l'Etranger. C'était là un avantage sans doute, mais, en revanche, nos industries étaient privées de fonds qui allaient ainsi chercher un emploi à l'Etranger. Après la déclaration de guerre, cet état devait présenter également un avantage et un inconvénient. La réalisation sur les marchés étrangers de valeurs étrangères et la possibilité pour l'Etat et même les particuliers de se servir de ces valeurs pour payer leurs achats facilitaient évidemment nos règlements et soutenaient notre change ; mais l'on peut dire, dans un autre sens que les achats nécessaires à l'Etranger n'auraient pas été si importants, si l'industrie et le commerce français avaient été poussés dans leur prospérité, dès le temps de paix, par l'utilisation des capitaux qui avaient été se porter au dehors.

Dès la déclaration de guerre, comme nous l'avons déjà signalé, beaucoup de Français rapatrièrent leurs fonds de l'étranger, dans la mesure du possible seulement, car beaucoup de marchés étaient fermés ou inutilisables pour les capitalistes étrangers, par suite de restrictions établies. Par exemple, au Stock Exchange, ne pouvaient être négociées que les valeurs restées en possession réelle au Royaume-Uni depuis le 30 septembre 1914, afin que ne puissent pas être offerts des titres sur lesquels le contrôle d'origine et de pro-

priété est à peu près impossible, partant des titres de nations ennemies. La possession réelle devait être affirmée par un banquier, un agent de change ou une personne responsable. La convention franco-britannique du 11 février 1916 admit certaines dérogations en faveur de la France : la négociation serait possible, sans nécessité de possession du titre dans le Royaume-Uni, par l'intermédiaire de la Banque de France et de la Banque d'Angleterre. La Banque de France devait certifier que les titres que l'on voulait négocier au Stock Exchange étaient bien la propriété de Français. La Banque d'Angleterre créditait la Banque de France du montant de la vente, mais ce crédit ne pouvait être utilisé que pour des paiements commerciaux en Grande-Bretagne — le vendeur était crédité par la Banque de France (1).

Mais le Ministre des Finances, M. Ribot, eut l'idée de faire profiter plus directement encore l'Etat de la vente de valeurs possédées par les Français. Sans doute les ventes individuelles sur les marchés étrangers soutenaient notre change et rendaient, par là, service au Trésor français ; mais le Trésor avait lui-même à faire des paiements très importants à l'Etranger. Il était donc utile qu'il s'appropriât un grand nombre de valeurs étrangères. D'autre part, les ventes individuelles ne pouvaient pas être considérables, d'autant plus, comme nous l'avons signalé, que des prohibitions et restrictions de toutes sortes les rendaient très difficiles. C'est, inspiré par ces considérations, que le Gouvernement français conçut, en 1915, un certain nombre d'opérations d'achat. Voici le mécanisme général : le Trésor s'entend avec les propriétaires français

(1) Un service fut créé à la Banque de France pour recevoir les ordres de vente et centraliser ceux des succursales.

des titres étrangers. Il leur achète les titres de gré à gré en francs, qu'il s'est procurés, soit en émettant des bons de la Défense Nationale, soit en faisant appel à la Banque de France, soit par tout autre moyen. Le Trésor, devenu possesseur des titres étrangers, les remet à ses créanciers pour un prix débattu avec lui, ou bien aux compagnies émettrices, ou les fait négocier dans les Bourses. La condition de l'acceptation par le créancier ou de la négociation des titres en question, c'est que lesdits titres soient, dans les pays destinataires, facilement réalisables. Il faut donc, en principe, qu'il s'agisse de valeurs originaires de ce pays.

C'est ainsi qu'en juin 1915, M. Ribot proposait aux capitalistes français l'achat par le Gouvernement français d'obligations de diverses compagnies de chemins de fer américains. Il s'agissait :

Des obligations 3 3/4 de la Compagnie « Pennsylvania » ;
— 4 % de la Compagnie « Chicago Milwaukee » ;
— 4 % de la Compagnie du « Central Pacific » ;
— 4 % de la Compagnie du « New-York Haven
and Hartford (1) ».

En juin 1906, il avait été placé en France un emprunt de 250 millions de francs ou 500.000 obligations de 500 francs nominal de la *Pennsylvania Company* garanti par la *Pennsylvania Company*, en obligations 3 3/4. Ce placement avait été fait à 99 0/0 ou 495 francs. C'était des titres créés dans une forme nouvelle, exclusivement destinés au marché français, non négociables aux Etats-Unis. Le remboursement des titres et le paiement des coupons étaient affranchis de tous les

(1) Voir le numéro de l'*Economiste français* du 3 juin 1916.

impôts français, tels qu'ils existaient lors de l'émission, et tous les titres devaient être remboursés au pair, en 1921, le mot « pair » signifiant 500 francs, car les titres étaient créés en francs exclusivement, sans équivalence de dollars ou de livres sterling.

L'émission avait été faite par la Banque de Paris et des Pays-Bas.

En juin 1910, un groupe français avait émis à Paris, à la Banque de Paris et des Pays-Bas, au Crédit Lyonnais, à la Société Générale, au Comptoir d'Escompte, un emprunt de 250 millions de francs, en 500.000 obligations 4 0/0 de 500 fr. Chicago Milwaukee et Saint-Paul Railway et Cie, à raison de 485 francs, titres remboursables au pair, en totalité, le 1^{er} juin 1925. Ces obligations, à la différence des précédentes, étaient créées avec une équivalence en livres sterling de l. st. 19.15. 6 pour 500 francs.

Ces titres, comme les obligations Pennsylvania, étaient réservés au marché de Paris et classés uniquement en France.

Le Gouvernement français ouvrit en mai 1915 des négociations avec la maison Morgan, en vue de se procurer des dollars, aux Etats-Unis, par une combinaison d'emprunt basée sur le rachat d'obligations Pennsylvania 3 3/4 0/0 et Chicago Milwaukee 4 0/0. Ces négociations aboutirent. On fit appel aux maisons et établissements qui avaient participé en France au placement de ces titres à leurs guichets, et le Trésor racheta à leurs détenteurs les obligations Pennsylvania 3 3/4 à 485 francs, et les obligations Chicago Milwaukee 4 0/0 au prix de 475 francs qu'ils consentirent à lui vendre.

Les établissements français ne voulurent pas percevoir de commission pour l'opération, mais il leur fut simplement

alloué une somme très minime en représentation de leurs frais matériels.

Une fois que le Gouvernement français se fut assuré la possession de ces titres, et parallèlement aux ouvertures faites pour leur rachat, la Maison Morgan de New-York consentit à faire une avance en dollars à la Banque Rothschild de Paris, agissant pour le Trésor français, de : \$ 40 millions en recevant, en gage, les :

Obligations Pennsylvania 3 3/4 1921 ;

Obligations Chicago 4 0/0 1925 ;

rachetées.

Ces titres étaient acceptés en garantie à raison de :

\$ 77.50 par obligation Pennsylvania ;

\$ 75, par obligation Chicago Milwaukee.

Ces avances étaient faites pour un an.

Mais avant l'expiration de l'année, la Maison Morgan négocia, avec les représentants des compagnies intéressées, la reprise par celles-ci des titres eux-mêmes. En attendant, le groupe prêteur américain avait exigé, en plus de la garantie que constituaient les titres, un engagement personnel de la Banque de Rothschild Frères de Paris, qui se portait fort vis-à-vis de lui du remboursement des avances en dollars.

Fin mai 1916, les résultats suivants étaient obtenus pour les deux premières catégories :

Sur 500.000 obligations Pennsylvania, l'Etat Français en	
avait racheté	325.000
Sur 500.000 obligations Chicago, l'Etat Français en	
avait racheté	311.000

En décembre 1915, le Japon rapatrie une partie des bons

émis par lui, ici, en 1913. Au début de la guerre, il est débiteur d'un certain nombre de pays, sur les marchés desquels il a émis des emprunts. Sa dette extérieure s'élève, à ce moment-là, à 1.500 millions de yen, dont 251 1/2 millions (environ 630 millions de fr.) à l'égard de la France.

Le yen n'ayant pas été troublé par la guerre, et la monnaie japonaise faisant prime sur celle d'un certain nombre de ses créanciers, en particulier sur le franc, le Gouvernement japonais a intérêt à racheter ses titres sur les marchés extérieurs. D'autre part, le Trésor français, pour payer ses achats au Japon, pour soutenir le franc contre le yen, a intérêt à se constituer des créances immédiates sur le Japon. Aussi, aide-t-il le Trésor japonais dans ce rapatriement. L'opération de 1915 ne porte que sur des bons 5 0/0 émis en 1913 à Paris. Les banques françaises rachètent pour le compte du Trésor français, à leurs clients, les obligations en question au prix de 490 francs, augmenté des intérêts courus depuis le paiement du dernier coupon, ce qui porte le prix à 493 francs net. Les titres sont vendus par le Trésor français au Trésor japonais qui les rachète avec des fonds provenant d'un emprunt intérieur qu'il vient d'émettre. L'opération a porté sur 100 millions de francs environ, valeur nominale.

Différentes opérations d'achats ont été effectuées par le Trésor français, portant sur des valeurs d'autres pays que les Etats-Unis et le Japon, par exemple l'achat d'obligations de la Société Madrilène d'Electricité.

SECTION II

Les emprunts de valeurs neutres ou alliées par le Trésor français.

A partir du mois de mai 1916, il y a un brusque changement de politique à l'égard des valeurs étrangères. Au lieu de les acheter purement et simplement, le Trésor français se contente de les emprunter en se réservant cependant la possibilité, si la nécessité s'impose à lui, de ne pas les rendre, et de les acheter ultérieurement.

Pourquoi ce changement ? pourquoi l'emprunt remplace-t-il l'achat ? C'est ce que nous allons essayer d'expliquer.

D'abord le Trésor agit ainsi parce qu'il y a changement de destination des titres. Au lieu d'être vendus à l'étranger, ou remis en paiement, ou rachetés par les compagnies émettrices, les titres doivent seulement constituer un nantissement ; ils doivent être utilisés comme garantie de prêts qui seront faits à la France. Lorsque les prêts seront remboursés, ces titres deviendront inutiles aux mains du Trésor et ils seront rendus à ceux qui les avaient prêtés.

Ensuite, parce que le Trésor agit à l'instar du Gouvernement anglais qui, dès décembre 1915, afin d'enrayer la baisse de la livre, avait demandé aux porteurs d'un grand nombre de valeurs américaines de lui prêter ces valeurs avec réserve pour lui de droit d'achat.

Enfin, pour un motif d'ordre économique ; la vente des valeurs étrangères est un expédient qui prive pour l'avenir le pays d'éléments de compensation très importants. Sans doute on peut dire qu'en échange, et pour une valeur égale, le pays

a obtenu de nombreux produits, qui ont été malheureusement détruits immédiatement (car il s'agit de produits de guerre), et que, si appauvrissement il y a, cela résulte de la disparition des produits ainsi importés et non de l'exportation des valeurs étrangères qui ont servi à les acquérir ; sans doute peut-on affirmer qu'en ce qui concerne le change futur, il n'est pas plus mauvais de se priver pour l'avenir des valeurs étrangères comme éléments de compensation que de s'endetter vis-à-vis des pays étrangers, en obtenant chez eux des ouvertures de crédit ; mais il n'en est pas moins vrai qu'un pays redoute la disparition de ses valeurs étrangères et que cette considération a été de nature à contribuer au revirement qui s'est produit en mai 1915 en ce qui concerne la politique du gouvernement à l'égard des valeurs étrangères.

Ces causes étant indiquées, examinons maintenant la façon dont les valeurs furent prêtées à l'Etat.

C'est par le décret du 5 mai 1916 que les prêts à l'Etat furent organisés. L'article 1^{er} est ainsi conçu : « Les valeurs dont la liste est donnée, peuvent faire l'objet d'un prêt de titres à l'Etat, lequel se réserve le droit de les affecter à la garantie des opérations de change qui lui seraient consenties ou des crédits qui lui seraient ouverts ». Ainsi l'affectation des titres est bien celle que nous avons précédemment indiquée ; ils ne font plus, en principe, l'objet de ventes à l'extérieur.

Le montant du prêt à l'Etat est quelconque, mais le capital des titres remis par un même prêteur ne peut être inférieur à 500 francs. D'autre part, les titres au porteur seuls peuvent faire l'objet d'un prêt (1).

(1) Ces deux dispositions sont contenues dans l'article 2 du décret.

Le prêt est, en principe, fait pour une année, mais le Trésor peut le continuer à son gré jusqu'à la fin de la troisième (1). En somme, c'est un prêt de trois années qui est consenti au Trésor avec faculté pour lui seul de dénonciation avant l'expiration de ce délai.

En effet, d'après l'article 6, le prêt pourra prendre fin avant l'expiration de la troisième année :

- par la dénonciation du contrat de prêt faite par le Trésor pour tout ou partie du prêt ;
- par l'achat des titres qui font l'objet du prêt, opération que nous examinons un peu plus loin ;
- par l'amortissement ou le remboursement des titres, ces titres ou leur équivalent devant être rendus au prêteur dans un délai de trois mois.

Le Trésor veut donner au prêteur la possibilité de se procurer, malgré le prêt consenti, des ressources avec lesdits titres : L'article 3 stipule en effet dans ce sens que chaque prêteur recevra, sur sa demande, un certificat particulier qu'il aura la possibilité de négocier en bourse, mais « sous réserve des droits conférés à l'Etat par l'acte de prêt », en particulier du droit de vente que l'Etat se réserve ; autrement dit, l'acquéreur du certificat négociable, dont nous venons de parler, devra reconnaître la possibilité, pour l'Etat, de lui acheter le titre définitivement. A cause de cette servitude imposée aux acquéreurs, les certificats étaient, en réalité, invendables et la disposition qui créait les certificats négociables en vue d'éviter l'immobilisation des valeurs perdait sa raison d'être.

(1) Cette disposition est contenue dans l'article 3.

Le droit de rachat de l'Etat résulte des dispositions de l'article 4 ; ce droit porte sur une partie des titres ou sur leur totalité. Le prix auquel les titres seront achetés par l'Etat est le prix fixé sur les listes arrêtées par le Ministre des Finances, ou, si le vendeur le préfère, les titres seront payés d'après le cours le plus élevé du trimestre précédant l'annonce du rachat. Remarquons que cette faculté de rachat pour l'Etat était absolument indispensable, car, si elle avait fait défaut, il est peu probable que les banques des Etats neutres eussent accepté les titres en garantie d'ouvertures de crédit ; en effet, l'utilité de la garantie résulte, pour les établissements prêteurs, de ce qu'ils ont un moyen, à l'échéance, de rentrer dans leurs fonds si l'emprunteur ne rembourse pas ; ce moyen, c'est la vente des titres déposés. Cette vente ne serait pas possible si l'Etat français, ne s'étant pas réservé la faculté d'acheter ultérieurement les titres au porteur français, était forcé de rentrer en leur possession.

Le prêt des titres à l'Etat n'est pas un prêt gratuit de la part des porteurs. L'Etat, avec raison, n'a jamais beaucoup compté, pour acquérir des ressources, sur le patriotisme pur. Quand il émet un emprunt, il le présente à des conditions telles que l'intérêt des capitalistes français soit de souscrire. En ce qui concerne le prêt des titres, il a dû par analogie, avantager le prêteur. Aussi l'article 5 stipule que les prêteurs, non seulement auront droit au montant des coupons de leurs titres, avec bénéfice de change s'il y a lieu, mais qu'ils recevront en plus, chaque année, une bonification égale au quart du montant du revenu brut annuel (1), mais sans bénéfice de

(1) Pour les actions, la bonification est égale chaque année au quart du dividende du dernier exercice.

change. La bonification est payable, pour la première année, lors de la remise des titres et pour chacune des deux autres années en même temps que le premier coupon venant à échéance au cours desdites années ; autrement dit la bonification est payée chaque année et d'avance. Ajoutons aussi que les prêteurs n'ont à supporter aucun impôt ou taxe à l'occasion des actes de prêts, reçus, quittances ou dépenses.

Le prêt se fait avec le concours d'intermédiaires qui s'intercalent entre le Trésor et le porteur des rentes ; ce sont la Banque de France, les agents de change, les établissements de crédit et banques. Ces établissements recevront des porteurs, qui signeront un acte de prêt en double expédition, les titres prêtés, et les transmettront ensuite au Trésor. Ce sont les intermédiaires qui assureront, à l'égard des prêteurs, l'encaissement et le paiement des coupons qui leur seront remis par le Trésor en temps voulu et qui, à l'expiration du prêt, restitueront les titres qu'ils avaient eux-mêmes reçus en prêt. Il y a, en quelque sorte, spécialisation des intermédiaires, chacun d'eux restant chargé du service et de la restitution des valeurs qu'il avait reçues, au moment du prêt, des porteurs qui s'étaient adressés à lui.

Ces différentes explications étant données sur les conditions générales du prêt, voyons maintenant quelles valeurs purent être prêtées à l'Etat. Une première liste, parue au *Journal Officiel* du 5 mai 1916, contient une assez grande quantité de valeurs du Danemark, de Norvège, de Suède, de Hollande, de Suisse, d'Espagne, d'Uruguay, du Brésil, de la République Argentine, de la province de Québec, du Canal de Suez, d'Egypte. A côté des valeurs figurent les prix de ra-

chat (1). Ces titres devaient être utilisés principalement comme garantie d'ouvertures de crédit : par exemple nous rappelons que le crédit suédois de 50 millions de couronnes, ouvert le 1^{er} juin 1916 à un groupe de banques françaises par un groupe de banques suédoises, dans l'intérêt du Trésor français, était garanti par le dépôt de titres suédois à la Banque de Suède ou à la Banque Nationale Suisse ; de même le crédit de 37.500.000 francs suisses, ouvert le 10 novembre 1917 par un groupe de banques suisses à un groupe de banques françaises, était garanti par un dépôt de titres suisses à la Banque Nationale Suisse, à Berne ; il en est de même du crédit espagnol de 80 millions de pesetas et du crédit Urquijo, garantis par le dépôt de titres de chemins de fer.

Une deuxième liste, parue au *Journal Officiel* du 24 mai 1916 concerne des titres des Etats-Unis et du Canada et complète la première liste qui ne contenait aucune valeur des Etats-

(1) Donnons l'énumération de quelques valeurs qui pouvaient faire l'objet de prêts, et l'indication des prix de rachat :

Prix de rachat

Danemark. — Emprunt 3 0/0 1894.....	70 0/0 du capital nominal
Norvège. — Emprunt 3 0/0 1886.....	80 0/0 —
Norvège. — Banque Hypothécaire 3 1/2 1902....	430 francs par obligation de 500 fr
Suède. — Emprunt 3 0/0 1894.....	80 0/0 du capital nominal
Hollande. — Emprunt 2 1/2 0/0. Certificats fran-	
çais	71 0/0 —
Suisse. — Rente 3 0/0 1890 des chemins de fer...	74 0/0 —
Suisse. — Etat de Berne 3 0/0 1895.....	81 0/0 —
Espagne. — Extérieure 4 0/0, coupure de 80 peset.	100 0/0 —
Espagne. — Compagnie des chemins de fer du Nord	
de l'Espagne. Actions.....	445 francs par titre
Espagne. — Compagnie des chemins de fer de Ma-	
drid à Saragosse et à Alicante 3 0/0. Cordoue-	
Séville	345 francs par oblig. de 500 francs
Uruguay. — Emprunt 3 1/2 0/0 1891.....	69 0/0 du capital nominal
Brésil. — Emprunt 5 0/0 1898 (Funding Loan).	
Coupures de l. st. 20.....	98 0/0 —
République Argentine. — 5 0/0 1886.....	500 francs par oblig. de 500 francs
Canal de Suez. — Obligations 3 0/0, 1 ^{re} série....	400 francs par oblig. de 500 francs
Egypte. — Unifiée 4 0/0.....	91 0/0 du capital nominal

Unis. Ces titres furent employés pour obtenir des ouvertures de crédit : par exemple, en août 1916, c'est l'avance consentie par l' « American Foreign Securities » au Trésor français contre la remise en nantissement de valeurs américaines. La plupart des opérations privées étaient garanties par des nantissements analogues (1).

Le succès des emprunts de titres à l'Etat fut assez grand. C'est ainsi que, dès le mois de juillet 1916, le montant des valeurs ainsi prêtées à l'Etat s'élève à un chiffre voisin de un milliard de francs. Fin janvier 1917, le chiffre atteint est de 1.200 millions. En septembre 1917, il est de deux milliards.

Evidemment, tous les porteurs n'avaient pas répondu à l'appel du Gouvernement et nombreux étaient ceux qui avaient conservé les titres demandés dans leur portefeuille. Certains même, s'ils croyaient que l'Etat limiterait l'opération à un emprunt de titres et leur restituerait les titres prêtés à l'échéance, préféraient s'abstenir, ne tenant pas à faire connaître leur portefeuille de valeurs étrangères à l'Etat, à un moment où l'impôt sur le revenu était voté et pouvait entrer incessamment en application. D'autres, craignant que l'Etat n'usât de son droit d'achat, préféraient garder des valeurs qui, dans l'avenir, pourraient s'élever en cas de baisse de notre franc. Certes, il y aurait eu un moyen de forcer la main à ceux qui ne se présentaient pas. C'eût été, pour l'Etat, de s'appropriier purement et simplement les valeurs étrangères, en les réquisitionnant comme le fit le

(1) Rappelons qu'aux Etats-Unis le nantissement de valeurs permet pour un emprunteur d'obtenir des crédits plus forts. En effet, la loi sur les « Reserve Bank » limite les avances à un même emprunteur :

1° à 10 0/0 du capital et des réserves si aucune garantie n'est constituée ;
2° à 25 0/0 du capital et des réserves si une garantie existe.

Gouvernement anglais en janvier 1917 ; mais cette mesure coercitive aurait eu en France de graves inconvénients : tout d'abord, et avant tout, elle aurait nui gravement au crédit de la France. On aurait effrayé de la façon la plus dangereuse l'opinion publique et l'on aurait pu provoquer un « run » sur les bons de la Défense Nationale. Or les finances françaises reposaient en grande partie sur la souscription des bons de la Défense Nationale ; il fallait, non seulement que ce qui existait en circulation fut renouvelé à chaque échéance, mais encore que des capitaux nouveaux puissent venir en toute sécurité souscrire à des bons nouvellement émis. La réquisition des titres étrangers aurait eu aussi un autre inconvénient : le fait, pour l'Etat, de prendre de force des titres pour les revendre ensuite, aurait été probablement une cause de baisse forcée, car on aurait su que le Trésor français avait un stock considérable de telle ou telle valeur et qu'il allait le vendre ; tous ceux qui voulaient acheter des titres de la nature de ceux réquisitionnés se seraient abstenus d'en acheter avant la réalisation inévitable et attendue du stock détenu par le Trésor. La conséquence aurait été la dépréciation des titres et une perte importante pour l'Etat français du fait de l'obligation pour lui de vendre moins cher les titres qu'il ne les avait achetés.

Les titres empruntés, comme nous l'avons déjà signalé, servaient à garantir des ouvertures de crédit. En principe, ils devaient être restitués lorsque les prêts étaient remboursés, mais une bonne partie des valeurs fut définitivement achetée par le Trésor qui les employa à liquider les prêts consentis à l'étranger.

L'Angleterre s'était servie avant la France du portefeuille étranger détenu par les porteurs anglais. Dès la fin de l'année 1914, le Gouvernement anglais avait acheté en bourse des valeurs des Etats-Unis. En décembre 1915, les porteurs de certaines valeurs de ce pays étaient invités à les vendre au Trésor anglais contre la remise d'Exchequer bonds ou à les prêter pour deux ans, le Gouvernement se réservant dans ce cas le droit de les vendre en dédommageant le propriétaire par le versement d'une indemnité. En août 1916, nouveau plan : le Trésor emprunte les valeurs pour 5 ans; il se réserve le droit de les vendre en dédommageant le propriétaire par la remise de valeurs analogues ; d'autre part la liste des valeurs est complétée par l'adjonction de valeurs argentines, brési-liennes, égyptiennes, scandinaves, japonaises, hollandaises, suisses. Enfin en janvier 1917, le Gouvernement obtient le droit de réquisitionner certaines valeurs, opération qui n'a jamais été permise en France (1).

En Allemagne, bien que, en raison du blocus, les achats à l'étranger fussent moins importants qu'en France et qu'en Angleterre, il y eut cependant des règlements assez importants à faire à l'extérieur. L'Allemagne eut recours aussi au portefeuille de valeurs étrangères détenu par ses sujets et, en mars 1917, le chancelier recevait le droit d'exiger l'abandon de ces valeurs contre le paiement d'une indemnité. Ainsi c'était, comme en Angleterre, la réquisition. Mais en Allemagne cette opération s'harmonisait assez bien avec les mœurs, c'est-à-dire avec l'autorité très forte dont jouissait le gouvernement allemand et avec les habitudes de discipline passive de ses nationaux.

(1) Renseignements pris dans l'ouvrage de MM. Viallate et Caudel, *La Vie politique dans les deux mondes*, t. IX, *La Grande Guerre*.

En résumé, un pays jouit d'un avantage considérable lorsqu'il possède de nombreuses valeurs étrangères, et ce fait apparaît avec une évidence éclatante en temps de guerre. Ces valeurs, en temps de guerre, constituent par elles-mêmes des ressources importantes de change dont le Trésor peut disposer, ou bien encore permettent d'obtenir des crédits, autre ressource de change. Sans doute, la richesse quelle qu'elle soit des habitants d'un pays permet, en période de guerre, au gouvernement de se procurer des ressources si elle est due en grande partie à la possession de valeurs étrangères par les capitalistes, car ce sont des provisions de change qui existent ainsi et qui seront employées pour les règlements à l'Etranger directement ou indirectement.

TROISIEME PARTIE

LES EMPRUNTS DE GUERRE DE LA FRANCE

(depuis le 1^{er} août 1914 jusqu'au 2 avril 1917)

Lorsque, dans la première partie, nous avons étudié les ressources du Gouvernement français, nous aurions pu parler, à ce moment-là, des emprunts à long terme puisque, au même titre que les impôts, que les emprunts du Trésor à la Banque d'émission, que les emprunts par l'émission de bons et obligations à court terme, ils ont constitué des ressources importantes pour l'Etat. Mais nous n'avons pas voulu alourdir cette première partie et préférons réserver, en considération de leur importance, une place spéciale à l'étude des emprunts à long terme.

Dans la période qui nous occupe, deux grands emprunts seulement ont été émis : celui de 1915 et celui de 1916; l'emprunt 1917 sort du cadre de notre étude, puisqu'il ne fut voté que le 26 octobre 1917. Nous n'analyserons donc que les deux premiers. Mais, avant d'aborder leur examen, nous essaierons, dans un chapitre premier, de comparer les emprunts de guerre français avec les emprunts allemands.

Enfin nous terminerons cette partie par quelques indications sur la situation du marché des rentes pendant la guerre.

Cette troisième partie comprendra quatre chapitres :

Chapitre I. — Généralités sur les emprunts de guerre français. Comparaison avec l'Allemagne.

Chapitre II. — L'emprunt français de 1915.

Chapitre III. — L'emprunt français de 1916.

Chapitre IV. — Le marché des rentes.

CHAPITRE PREMIER

GÉNÉRALITÉS SUR LES EMPRUNTS DE GUERRE FRANÇAIS

COMPARAISON AVEC L'ALLEMAGNE

Il va de soi que les ressources *ordinaires* de l'Etat sont insuffisantes lorsque l'Etat est obligé de faire face en temps de guerre à des dépenses exceptionnelles. L'Etat doit alors emprunter. D'ailleurs les dépenses extraordinaires ne sont que momentanées et disparaîtront après la guerre. A ce moment-là les finances de l'Etat pourront reprendre leur équilibre. L'Etat pourra liquider ses dettes et assainir sa situation mais, pendant les hostilités, il doit courir au plus pressé : se procurer les ressources nécessaires qui sont formidables surtout depuis que des modifications se sont produites dans les conditions de la lutte : mobilisation intense, matériel important à remplacer au fur et à mesure de sa destruction et de son usure, munitions considérables à acheter ou à faire fabriquer. Les ressources d'emprunt peuvent être de plusieurs catégories comme nous l'avons déjà vu, mais l'emprunt à long terme a un avantage énorme sur les autres catégories : d'abord il ne provoque pas, comme l'emprunt à l'institut d'émission, une augmentation de la circulation fiduciaire ; d'autre part,

il ne crée pas à l'Etat la lourde préoccupation des échéances et du remboursement prochain, comme c'est le cas lorsque les bons ont été émis, ou même des obligations à court terme. Aussi, en raison de ces avantages, fut-il très pratiqué par les pays belligérants : Angleterre, Italie, Russie, France et surtout par l'Allemagne. En raison du rôle qu'il a joué chez nos ennemis, il est intéressant de comparer les emprunts allemands et les emprunts français.

Nous les comparerons à plusieurs points de vue : d'abord au sujet des périodes auxquelles ils ont été émis, ensuite au sujet des moyens qui ont été employés pour faire souscrire, au point de vue des résultats.

1° Les grands emprunts français et allemands, tout d'abord, présentent des différences notables quant à leur période d'émission. Tandis que le premier emprunt français n'est émis que fin novembre 1915, le premier emprunt allemand est souscrit à partir du 10 septembre 1914. Pourquoi n'avons-nous pas, en France, émis un emprunt plus tôt ? D'abord parce que, en août, le marché financier était complètement désorganisé par l'immobilisation des capitaux provenant des moratoires et aussi par le non-classement des titres de rente 3 1/2 amortissable. Puis nos revers du mois d'août eussent empêché, même si le marché avait été sain, toute demande de capitaux à un public démoralisé. En septembre ? certes, l'Etat français avait le prestige de la victoire de la Marne, mais la Bourse était fermée et le marché financier était encore paralysé pour les mêmes raisons qu'au mois d'août ; d'autre part, la victoire de la Marne nous paraît à l'heure actuelle un événement d'une importance capitale, mais les conséquences de cette victoire ne furent pas comprises de suite par notre pays

et par l'opinion publique ; on craignait, après la bataille, que le recul des armées allemandes ne durât pas et qu'il se produisît un retour offensif ennemi capable de défoncer le front français ; il était dangereux, semblait-il, dans ces conditions, d'émettre un emprunt dont la souscription devait durer plusieurs semaines. Puis ce fut la connaissance de la victoire allemande de Tannenberg, la chute d'Anvers, la formidable attaque allemande sur l'Yser que tous les Français suivirent avec anxiété, qui pouvait en cas de réussite permettre aux armées ennemies d'atteindre Calais, ce qui aurait eu pour les Alliés les plus graves conséquences stratégiques. Peut-être aurait-on pu émettre l'emprunt dès le printemps de 1915, alors que les Italiens entraient dans la lutte, alors que l'on se rendait compte que « l'on tiendrait militairement » et que la guerre durerait vraisemblablement longtemps. Il faut penser que seules les considérations de l'état du marché empêchèrent le gouvernement français d'adopter cette ligne de conduite. Ce n'est en effet qu'en septembre que l'assainissement est suffisant pour permettre l'émission d'un grand emprunt, puisque à ce moment-là le 3 1/2 0/0 n'encombre plus le marché depuis qu'il a été converti presque entièrement en obligations de la Défense Nationale et puisque, d'autre part, un certain nombre de capitaux, engagés en report, sont remboursés.

L'Allemagne a pu émettre un emprunt presque à l'ouverture des hostilités parce que, d'abord, son marché financier n'était pas, comme le marché français, paralysé par un certain nombre de dispositions gouvernementales. Pas de moratorium général ; les dettes étaient exigibles à l'échéance avec cependant cette réserve que les débiteurs, pour les dettes

et obligations nées avant le 31 juillet 1914, pouvaient se faire accorder par les tribunaux un délai de paiement de trois mois ; cet avantage ne fut d'ailleurs que rarement revendiqué par les débiteurs qui trouvaient auprès des caisses de prêts à réaliser leur actif. Les déposants de fonds dans les caisses d'épargne et banques, d'autre part, après une courte panique, se rendant compte que ces établissements leur restituaient les sommes demandées, s'abstinrent de réclamer leurs dépôts. De plus, pas d'emprunt encombrant d'avant-guerre, comme en France ; malgré une immobilisation des sommes engagées en report, les banques souffraient moins qu'en France par suite du large réescompte pratiqué par la Reichsbank.

L'Allemagne, d'autre part, avait un plan financier bien établi, alors que les autres nations belligérantes n'en avaient pas : il consistait à puiser au jour le jour dans les réserves d'épargne des établissements financiers, par l'émission de bons à court terme et périodiquement à consolider cette dette ; au mois d'août, des bons en grande quantité avaient été émis ; au mois de septembre, conformément au plan indiqué, cette dette est consolidée et de nouvelles ressources sont obtenues par l'émission d'un grand emprunt.

Par la suite, l'Allemagne a suivi scrupuleusement le plan financier qu'elle s'était tracé et périodiquement (tous les 6 mois environ) un grand emprunt a été émis. L'emprunt aspire les capitaux des épargnants et provoque ainsi une diminution des dépôts dans les banques, dans les caisses d'épargne (1), dans les coopératives de crédit. Mais de nou-

(1) Les dépôts dans les caisses d'épargne allemandes étaient beaucoup plus importants que dans les caisses d'épargne françaises pour deux raisons : parce qu'il n'y avait pas de maximum stipulé pour les versements, parce que l'intérêt était plus fort qu'en France.

veaux capitaux venaient, pendant les six mois qui suivaient, combler le vide et remplacer les capitaux disparus. Ce mouvement compensatoire était rendu possible en raison de certaines considérations que nous allons indiquer.

D'abord, l'importance de l'épargne allemande à la veille de la guerre ; l'on évaluait à ce moment-là l'épargne annuelle à 10 milliards de francs, alors qu'en France elle n'atteignait que 4 ou 5 milliards, — le revenu annuel allemand à 50 milliards de francs et le revenu annuel français à 32 milliards, et pourtant, l'épargne française semblait plus forte parce que la plus grande partie de l'épargne allemande étant immédiatement replacée dans l'industrie du pays en usines, machines, n'apparaissait pas, par conséquent, sur le marché des capitaux à court terme et ne fournissait, d'autre part, qu'un trop-plein insignifiant aux placements extérieurs et aux emprunts d'Etat nationaux (1). Mais, après la déclaration de guerre, avec l'arrêt ou la diminution d'intensité de la production non militaire, les épargnes qui étaient dissimulées apparaissent et se dirigent vers les Emprunts d'Etat.

La deuxième considération qui expliquait la reformation périodique des capitaux dans les banques, caisses d'épargne, coopératives de crédit allemandes entre deux emprunts consécutifs, c'est le fait que les industriels réalisaient de très importants bénéfices de guerre qu'ils plaçaient dans ces établissements.

La troisième cause provenait de l'arrêt de la navigation maritime ; les industriels, ne pouvant reconstituer des stocks de matières premières, faute de possibilité d'achat à l'étran-

(1) Ces renseignements sur l'épargne allemande sont empruntés à l'ouvrage de M. Charles Rist : *Les Finances de guerre de l'Allemagne*, pages 65 et suivantes.

ger, avaient des fonds inutilisés provenant de ventes de produits. Cette considération explique comment se reformaient les capitaux, surtout au début de la guerre.

Il faut aussi signaler comme causes agissantes les restrictions de dépenses, la vente des valeurs étrangères, enfin la confiance du public dans les établissements qui acceptaient la garde de ses dépôts. Cette confiance n'avait pas été ébranlée comme en France par un moratorium visant la restitution des dépôts espèces et soldes des comptes courants.

Ainsi, périodiquement en Allemagne, des stocks monétaires s'accumulaient dans les établissements de dépôts. C'étaient lesdits établissements qui souscrivaient avec les dépôts reçus, mais pour leur propre compte, aux bons à court terme émis par le Trésor allemand. Ensuite, l'Etat, pour consolider sa dette, faisait appel au public par un grand emprunt : une grande partie de cet emprunt était destinée à la consolidation de la dette à court terme, le reste permettait l'apport de ressources nouvelles. En d'autres termes, le mécanisme de ces opérations peut se résumer ainsi : l'Etat demande au public de lui céder à titre *définitif* les sommes confiées par ledit public aux établissements de dépôt, lesquels les ont provisoirement placées en valeurs de l'Etat à court terme.

C'est ainsi que fonctionnèrent en Allemagne :

le 1 ^{er} emprunt dont la souscription fut ouverte le	10 septembre 1914;
— 2 ^e — — — — —	27 février 1915;
— 3 ^e — — — — —	4 septembre 1915;
— 4 ^e — — — — —	4 mars 1916;
— 5 ^e — — — — —	4 septembre 1916;
— 6 ^e — — — — —	15 mars 1917;
— 7 ^e — — — — —	19 septembre 1917;
— 8 ^e — — — — —	18 mars 1918;
— 9 ^e — — — — —	30 septembre 1918.

En France, au contraire, les choses ne se passent pas de la

même façon. Pas de rouages automatiques, pas de machine réglée de telle façon que les mouvements divers se reproduisent à intervalles égaux. Rôle beaucoup moins important joué à ce point de vue par les établissements de dépôts français que par les établissements allemands, véritables réservoirs dans lesquels s'accumulaient les ressources destinées à être englouties par les emprunts. Sans doute, si nous examinons les dates des emprunts de guerre français, nous constatons qu'il y en a un par année, à partir de la fin de 1915 :

1 ^{er} . emprunt.	—	La souscription et ouverte le 25 novembre 1915;
2 ^e emprunt	—	5 octobre 1916;
3 ^e emprunt	—	26 novembre 1917;
4 ^e emprunt	—	20 octobre 1918.

mais il n'y a pas une périodicité aussi rigoureuse qu'en Allemagne. Autrement dit, la France ne s'est pas imposé, par sa façon d'agir au début, une règle de conduite comme l'Allemagne. De temps en temps, elle a voulu abaisser le niveau des avances de la Banque de France à l'Etat, réduire le montant en circulation des bons et obligations de la Défense Nationale, obtenir des ressources nouvelles, dites « argent frais » par l'émission d'un emprunt, mais elle n'a pas exécuté un plan financier établi d'avance. L'émission d'un emprunt français à la fin de chaque année, depuis la fin de 1915, ne résulte pas, comme l'émission tous les six mois des emprunts allemands, de l'exécution d'un plan.

Il y a, à la façon d'agir de la France, quelques avantages. D'abord, nous avons vu, dans le chapitre V de la première partie, que les événements de guerre sont de nature à profiter ou à nuire à un emprunt, en impressionnant favorablement ou défavorablement les capitalistes. Il semble donc qu'un état qui, s'imposant une règle de conduite, prend l'habitude

d'émettre un emprunt tous les six mois, soit dans une situation désavantageuse, puisque la souscription peut avoir lieu à un moment où la confiance de l'opinion publique est ébranlée par la connaissance d'un échec récent. Au contraire, l'Etat, qui choisit son heure, retardera l'émission de quelques semaines si un échec survient, l'avancera, au contraire, si une victoire est remportée quelques semaines avant la date à laquelle l'Etat pensait émettre son emprunt. Il est vrai que cette considération perd une partie de sa portée lorsque l'on sait, d'une part, avec quelle mauvaise foi le Gouvernement allemand cachait ses défaites et grossissait formidablement ses succès peu importants, et lorsque l'on sait d'autre part que le Gouvernement s'adressait plus pour le succès de ses emprunts au patriotisme des souscripteurs qu'à leur intérêt.

La périodicité des emprunts et surtout l'insuffisance d'intervalle entre deux emprunts consécutifs ont un autre désavantage : c'est de donner au mouvement un rythme trop rapide auquel les souscripteurs risquent de s'essouffler ; autrement dit, le train pourra facilement être soutenu par eux pendant les premiers emprunts ; mais ensuite, ils ne pourront plus répondre aussi allégrement à l'appel qui leur sera fait, d'où succès décroissant à craindre de la part des emprunts, alors qu'au contraire l'Etat aurait besoin de ressources croissant à chaque emprunt, comme c'était le cas pendant la guerre de 1914 ; sans compter que la diminution de succès des emprunts est une cause d'affaiblissement du crédit de l'Etat. En Allemagne, si les souscripteurs ont pu s'élever malgré la périodicité et la fréquence des emprunts, c'est que les gros souscripteurs, qui comprenaient surtout les fournisseurs de guerre, ont augmenté en nombre, c'est aussi

qu'une propagande de plus en plus active était faite ; c'est enfin que les caisses de prêts aidaient singulièrement aux souscriptions.

Mais, en regard de ces inconvénients, le système d'emprunts périodiques, émis en vertu d'un plan préalablement établi, a des avantages. C'est, en effet, un moyen sûr pour empêcher la dette flottante de s'accroître et pour la ramener tous les six mois par exemple à de justes limites. Le plan dénote le désir du gouvernement d'apporter un ordre parfait en matière financière ; il est l'indice d'une organisation financière extrêmement bonne et à ces points de vue, l'Allemagne avait, au sujet de ses emprunts, des avantages sur nous.

2° Les grands emprunts français et allemands offrent aussi des différences en ce qui concerne les moyens qui ont été employés pour pousser le capitaliste à souscrire. Les moyens employés généralement pour augmenter les souscriptions aux emprunts sont : l'octroi d'avantages importants aux souscripteurs, une habile propagande pour aller chercher les capitalistes qui ne répondent pas à l'appel et triompher de leur inertie, des mesures de coercition ; enfin, des facilités données pour souscrire.

En ce qui touche les avantages accordés, il y a une différence frappante entre les emprunts de guerre allemands et français. En France, on cherche un certain nombre de moyens, taux d'intérêt élevé, prix d'émission bas, exonération d'impôts, pour qu'il soit de l'intérêt de l'épargnant français de souscrire. L'Etat veut que, dans la comparaison faite entre les avantages qu'il offre dans l'opération d'emprunt et les avantages offerts par d'autres emprunteurs, son emprunt l'emporte ; il veut que le capitaliste français raisonne

de la façon suivante : « l'Etat français m'offre un taux d'intérêt réel alléchant, une sécurité forte, alors que le placement en d'autres valeurs me procurerait, ou bien un taux d'intérêt réel inférieur, ou bien un taux d'intérêt égal mais avec des risques plus importants. Je n'hésite pas, je préfère acheter de la nouvelle rente ». Sans doute, l'Etat s'efforce de faire comprendre aux Français que la souscription est un acte de patriotisme, qu'il faut que chacun fasse son devoir, le soldat en combattant, le civil en souscrivant, mais cette considération n'est en quelque sorte que complémentaire. La formule employée par l'Etat peut se résumer ainsi : « Rentiers, il est de votre intérêt de souscrire ; considérez les avantages qui vous sont accordés. Et puis, en souscrivant, vous accomplissez un acte patriotique ».

En raison de ces considérations, la forme des emprunts, en France, a varié. En effet, puisqu'il faut attirer le capitaliste par la perspective d'avantages qui lui sont faits, il ne faut pas reprendre continuellement la même formule d'emprunt. On le séduira bien plus facilement en donnant des avantages d'un ordre nouveau dont l'on pourra grossir considérablement la valeur aux yeux des épargnants. Tel capitaliste, qui a souscrit à un précédent emprunt parce qu'il devait toucher un taux d'intérêt fort, ne désire souscrire pour une autre partie de sa fortune que s'il est séduit par la perspective d'une prime d'amortissement importante, préférant placer de différentes manières les portions diverses de sa fortune. Du moment que l'on cherche avant tout à faire vibrer la fibre intérêt des épargnants, il est nécessaire et de leur donner des avantages pécuniaires importants et de varier ces avantages auxquels ils s'habitueraient trop vite et pour lesquels ils n'auraient plus,

par la suite, la considération qu'ils avaient au début. Tout ceci explique le taux d'intérêt réel élevé des emprunts de guerre français, mais aussi les modalités changeantes de ces emprunts : l'emprunt de 1915 est au taux nominal de 5 0/0 et au prix d'émission de 88 francs ; l'emprunt de 1916 au taux de 5 0/0 et au prix d'émission de 88 fr. 75 ; l'emprunt de 1917 au taux de 4 0/0 et au prix d'émission de 68 fr. 60 ; l'emprunt de 1918 au taux de 4 0/0 et au prix d'émission de 70 fr. 80 (1).

Au contraire, en Allemagne, le Gouvernement s'adresse principalement au sentiment patriotique de ses sujets. Plus besoin d'attirer le capitaliste par la perspective d'avantages importants, par des combinaisons ingénieuses destinées toutes à le frapper favorablement au point de vue de son intérêt. De là, absence de changements dans les conditions d'émission. Le taux d'intérêt est resté le même pour tous les emprunts, 5 0/0, le prix d'émission a peu varié, il n'a jamais dépassé 99 (pour le troisième) et n'a jamais été inférieur à 97.50 (pour le premier). La somme à souscrire n'a jamais été limitée et l'emprunt a toujours été stipulé inconvertible jusqu'au 1^{er} octobre 1924. Il est juste de dire que ces remarques ne s'appliquent qu'en ce qui concerne les titres de l'emprunt d'Empire ; or, en même temps que ces titres, lors de chaque souscription (sauf celle du 3^e emprunt) des obligations dites « obligations du Trésor Impérial » étaient offertes ; et les modalités concernant ces obligations ont varié : leur taux d'intérêt était de 5 0/0 pour les obligations offertes lors de la souscription des deux premiers emprunts, il était de 4 1/2 0/0 pour les émissions du 4^e emprunt et des suivants ; le prix

(1) Le prix d'émission du second emprunt 4 0/0 est plus élevé, en raison de la victoire.

d'émission variait entre 95 (pour les 4^e et 5^e emprunts) et 98.50 (pour le 2^e emprunt) ; enfin le remboursement pour les obligations des deux premiers emprunts devait avoir lieu de 1918 à 1920, pour les 4^e et 5^e de 1923 à 1932 ; enfin, pour les derniers, de 1918 à 1919 pour une petite partie, et, pour le reste, avant 1967. Mais ces obligations mises à part, on peut dire que les modalités des emprunts allemands ont peu varié. Cela ne veut pas dire cependant qu'il s'agit d'emprunts à caractère uniquement patriotique, qui sont, pour le prêteur, l'intermédiaire, en quelque sorte entre le prêt ordinaire et une contribution volontaire et gratuite, mais l'on peut dire que ces emprunts étaient des appels de fonds faits par un Gouvernement à ses nationaux à des conditions beaucoup plus désavantageuses pour ceux-ci que les conditions qui leur étaient offertes par d'autres emprunteurs.

En ce qui concerne la propagande, il y a aussi une différence entre emprunts allemands et français. Certes, en France, le Gouvernement a su faire une propagande active en faveur de l'emprunt, particulièrement par les journaux, par les affiches, par le cinématographe... Sans doute, il y a appel du commandant en chef des armées françaises aux capitalistes ; sans doute les instituteurs, les prêtres et pasteurs, recommandent à tous la souscription, mais en Allemagne cette propagande se fait dans des proportions plus considérables, avec beaucoup plus de bruit ; partout il n'est question que de l'emprunt ; les employés de poste, les employés de banque, les agents d'assurance ne manquent pas une occasion d'exhorter à demander des titres d'emprunt, les personnes qui ont des relations avec eux pour quelque cause que ce soit. Lors du troisième emprunt de guerre, des agents du gouvernement ont

même visité les maisons des particuliers pour s'efforcer d'amener les habitants à souscrire, en leur persuadant que l'avenir de l'Allemagne dépendait du succès de l'opération en cours. Il faut aussi signaler de grandes manifestations organisées dans le but de développer le succès de l'emprunt; par exemple la plantation de clous sur la statue du maréchal Hindenburg avait pour but d'exciter le sentiment patriotique des Allemands sur lequel le gouvernement spéculait pour obtenir des ressources importantes par l'emprunt qu'il émettait.

A côté de la propagande, il faut citer les mesures de coercition qui ont réellement existé en Allemagne, lors de certains emprunts. Sans doute, il ne s'agit pas de véritables emprunts forcés. Ces derniers emprunts sont, par définition, des appels à l'épargne auxquels on ne peut pas opposer un refus; ils ne se différencient de l'appel aux contribuables que par l'engagement pris par l'Etat de payer aux prêteurs un intérêt (1) et de les rembourser à un moment donné, tandis que le paiement des impôts par les contribuables ne leur donne aucun droit en compensation. Ces emprunts se font généralement sous la forme suivante : obligation de souscrire à un montant de..... pour les capitalistes qui ont une réserve supérieure à..... En Allemagne, des clauses de ce genre ne furent jamais insérées, pendant la guerre, mais il y eut cependant coercition à l'égard de certaines catégories de personnes; par exemple, lors du premier emprunt, le Gouvernement allemand a contraint toutes les personnes, ayant un compte en banque, à souscrire pour 25 0/0 de leur solde créditeur; lors du même emprunt, les dettes commerciales, sur les ordres du Gouver-

(1) Quelquefois, cependant, l'emprunt forcé est émis sans que l'Etat s'engage à payer un intérêt aux souscripteurs.

nement, ont été affectées à la souscription de l'emprunt (1) ; lors du troisième emprunt, le Gouvernement allemand proclamait que les fonctionnaires devraient souscrire, même s'ils n'avaient pas les fonds suffisants ; sans doute cette dernière proclamation n'était pas un ordre absolu auquel la désobéissance pouvait entraîner pour le délinquant l'amende ou la prison, mais elle était formulée en de tels termes que le fonctionnaire aurait trop craint, en s'abstenant, de compromettre son avenir. Ainsi, pas d'emprunt forcé, mais mesures coercitives ou quasi-coercitives obligeant certaines catégories de personnes à souscrire. En France, au contraire, la souscription a été libre pour tous ; aucune contrainte exercée par l'Etat. A peine peut-on dire que l'Etat a payé certains de ses fournisseurs en titres de rente. Encore, faut-il ajouter que, si le fait est exact, les fournisseurs ont majoré leurs prix, eu égard à cette forme de paiement, pour se garantir par ce supplément contre une baisse possible, même légère, des titres de rente qu'ils recevaient.

Il ne s'agit pas seulement pour l'Etat, qui veut un succès éclatant de son emprunt, de donner des avantages importants aux souscripteurs, de faire une habile propagande, il lui faut aussi donner à ceux qui veulent bien répondre à son appel toutes les facilités pour souscrire ; ne pas les rebuter par des formalités excessives, ne pas les priver de fonds par le maintien de l'immobilisation de leurs capitaux, leur permettre d'acquérir par l'emprunt des ressources qu'ils n'ont pas ; voilà ce que peut faire l'Etat qui emprunte. Sur ce point, l'Allemagne nous a dépassés beaucoup par l'ingéniosité des combinaisons qu'elle a inventées. Les souscriptions en Alle-

(1) Renseignements empruntés au numéro du 30 octobre 1914 de *l'Economiste Européen*.

magne peuvent se faire un peu partout : banques, caisses d'épargne, bureaux de poste, administrations financières. Les caisses d'épargne créent même des « cartes d'épargne de guerre » de 2, 3, 10 marks groupées en carnets à souche et permettant de recevoir les versements les plus minimes, principalement dans les écoles et les casernes. Les « offices de guerre », qui sont chargés de faire les commandes pour le compte de l'Etat, se chargent de souscrire directement pour le compte de leurs fournisseurs ; les patrons se chargent de souscrire pour le compte de leurs ouvriers et de leurs employés et, de plus, des avances de traitement et de salaire sont accordées à ces ouvriers et employés pour leur permettre de souscrire plus amplement à l'emprunt (1) ; lors du troisième emprunt, des simplifications importantes ont été apportées pour la souscription des sous-officiers et soldats de l'armée allemande ; ces derniers n'auraient qu'à envoyer une lettre, avisant la direction de la Caisse d'épargne d'avoir à consacrer le montant des livrets inscrits à leurs noms à l'achat de titres d'emprunt (2). Il faut signaler aussi qu'à partir du sixième emprunt, les juges pupillaires, chargés de la surveillance des tuteurs, doivent inciter ceux-ci à placer en titres d'emprunt les épargnes des pupilles ; les administrateurs des fondations sont dispensés des formalités légales pour vendre des immeubles ou des titres en vue d'acheter de la nouvelle rente allemande. Il faut signaler encore que les versements échelonnés étaient autorisés. D'autre part les souscriptions étaient facilitées par l'aide des caisses d'épargne, des banques, des coopératives de crédit ; les premières renonçaient de bonne

(1) Consulter l'ouvrage de M. Charles Rist, *Les Finances de Guerre de l'Allemagne*.

(2) Consulter *l'Economiste Européen* du 24 septembre 1915

heure au droit qu'elles avaient de se prévaloir de certains délais de remboursement, droit existant dès le temps de paix, mais dont elles ne profitaient pas alors ; mais la renonciation ne visait que les fonds destinés à la souscription aux emprunts d'Etat. La part prise par les caisses d'épargne aux emprunts allemands est très importante puisque les souscriptions transmises par elles ont atteint le quart des souscriptions totales. Les banques ont prêté leur concours, en premier lieu par les facilités données grâce à elles pour souscrire, mais surtout par les prêts qu'elles consentaient à faire à ceux qui n'avaient pas immédiatement de moyens nécessaires. Enfin, il faut indiquer l'aide essentielle en la matière : celle des caisses de prêts, créées au début dans le but de favoriser le commerce et l'industrie mais qui, par la suite, ont consenti des avances de toutes sortes. Elles donnèrent, au moment des emprunts, un large concours à l'Etat en prêtant à ceux qui, voulant souscrire, ne le pouvaient pas faute de ressources immédiates. D'ailleurs leur aide aux souscriptions était aussi faite sous une forme indirecte, par les prêts que faisaient ces caisses aux banques et aux caisses d'épargne, permettant à ces établissements de mettre les fonds nécessaires à la disposition de leurs déposants.

En France, le mouvement, si prononcé en Allemagne, pour faciliter les souscriptions, fut moins important. Sans doute, comme en Allemagne, les souscriptions furent reçues un peu partout : banques, caisses du Trésor, administrations financières, bureaux de poste, etc., sans doute les paiements échelonnés furent autorisés comme en Allemagne, mais les combinaisons furent beaucoup moins nombreuses pour faciliter les souscriptions de certains souscripteurs tels que militaires,

fournisseurs de l'Etat, ouvriers et employés. En ce qui concerne les caisses d'épargne, lors du premier emprunt français, le retrait était possible pour n'importe quelle somme, en sus des remboursements par fractionnement visés par le décret du 30 juillet 1914, mais à condition qu'une somme double de celle retirée soit affectée à la souscription à l'emprunt. Lors du deuxième emprunt français, cette disposition n'existe plus, car les retraits des dépôts aux caisses d'épargne s'effectuent, à ce moment-là, normalement. Il faut enfin signaler que les prêts, en vue des souscriptions, n'étaient nullement organisés comme en Allemagne. M. Ribot s'est même dressé contre un plan de la Commission du budget, consistant à faire des avances en papier-monnaie de l'Etat (qui serait nouvellement créé pour la circonstance) à ceux qui, ayant des valeurs difficilement vendables, voulaient souscrire. C'eût été adopter un système analogue à celui des prêts en Allemagne. M. Ribot a déclaré : « Je préfère qu'il n'y ait aucun papier à côté de celui de la Banque de France. Le billet de la Banque de France inspire confiance à tout le monde... Nous ne voulons pas ébranler sa valeur en lui suscitant des rivalités dangereuses, en créant des succédanés, des sous-billets de banque ».

Telles sont les différences principales qui séparent les emprunts allemands des emprunts français au point de vue des moyens qui ont été employés pour faire souscrire.

3° Faisons la comparaison, maintenant, en prenant pour base les résultats obtenus. Quand on veut connaître le résultat d'emprunts, il faut se placer à deux points de vue différents : d'abord au point de vue des résultats apparents et puis au

point de vue des résultats réels. Sans doute il est intéressant de savoir qu'à tel emprunt, tel montant a été souscrit, mais il est plus intéressant encore de répondre à ces questions : Ces souscriptions constituent-elles des apports nouveaux ou ne font-elles que consolider les prêts anciens ; ces souscriptions sont-elles faites avec des épargnes ou avec de l'argent prêté ?

En ce qui touche les résultats apparents des emprunts de guerre, la comparaison est facile. Il suffit de placer à côté les uns des autres les chiffres des emprunts français et emprunts allemands.

En ce qui concerne les montants nominaux, pour toute la durée de la guerre, les *neuf* emprunts allemands ont donné Mk. 97.619 millions (1), et les *quatre* emprunts français 72.222 millions de francs.

Si l'on ne tient compte que des emprunts émis entre le 1^{er} août 1914 et le 16 avril 1917, date de clôture de la souscription du sixième emprunt allemand, les résultats sont les suivants :

Emprunts allemands : Mk. 59.963 millions (environ 75 milliards de francs).

Emprunts français : 26.719 millions de francs.

(1) Voici les montants, en millions de marks des souscriptions aux emprunts allemands comprenant, naturellement, comme tous les chiffres que nous indiquons, les souscriptions en titres de rente et en obligations.

1^{er} emprunt : 4.460 (dont 1.1339 en obligations) ;

2^e emprunt : 9.060 ;

3^e emprunt : 12.101 (pas d'obligations) ;

4^e emprunt : 10.712 ;

5^e emprunt : 10.652 ;

6^e emprunt : 12.978 (dont 1.361 en obligations) ;

7^e emprunt : 12.458 (dont 1.301 en obligations) ;

8^e emprunt : 14.766 ;

9^e emprunt : 10.433 (dont 1.189 en obligations).

Les emprunts allemands, comme nous l'avons déjà signalé, étaient considérés principalement comme un moyen de consolider la dette flottante de l'Etat. Les dettes qui pouvaient être réclamées incessamment étaient remplacées par des dettes à échéance lointaine ou sans échéance. C'était là le but essentiel des emprunts allemands. Les emprunts français, sans doute, permettaient de diminuer la dette flottante constituée par les émissions de bons et les avances de la Banque de France, mais ils procuraient une proportion de ressources nouvelles beaucoup plus importante qu'en Allemagne. C'est ainsi qu'aucun des deux premiers emprunts français n'a permis de diminuer considérablement les postes de la dette flottante et des obligations de la Défense Nationale, un des éléments de la dette à court terme. Pour le premier emprunt français, les souscriptions en argent frais s'élèvent à un peu moins de la moitié des souscriptions totales, pour le deuxième à un peu plus de la moitié. Au contraire, en Allemagne, où il s'agit avant tout d'opérations de consolidation, jamais ces proportions n'ont dû être atteintes, nous disons « n'ont dû » parce que jamais la décomposition en argent frais et en bons du Trésor n'a été faite pour les résultats des souscriptions aux emprunts allemands ; mais, d'après les journaux allemands, les souscriptions en argent frais n'ont jamais été supérieures au tiers des souscriptions totales et encore la proportion a-t-elle été en diminuant, ce qui n'est pas pour nous surprendre puisque, au fur et à mesure que la guerre se déroulait, la dette flottante augmentait, malgré les consolidations qui, périodiquement, la faisaient fléchir, par suite, chaque fois, la part de l'emprunt destinée à la consolidation devait augmenter.

Les souscriptions françaises étaient faites uniquement au moyen des ressources propres des souscripteurs ; la part des souscriptions, ayant pour origine des emprunts de fonds, était très modique. Au contraire, en Allemagne, le Gouvernement veut tout faire pour que les souscriptions soient abondantes et veut permettre de souscrire même à ceux qui sont dans l'incapacité, faute de ressources momentanées, de le faire. Les banques, et surtout les caisses de prêts sont ses auxiliaires précieux sur ce point. On évalue à 2.275 millions de marks les avances faites par ces caisses de prêts pour les premiers versements aux six premiers emprunts, à 2.865 les avances se rapportant aux neuf emprunts de guerre (pour le premier versement de chacun). Ce qui est, de plus, assez particulier c'est que les caisses faisaient des prêts sur nantissement constitué par des titres du précédent emprunt de guerre ; par exemple les titres du premier emprunt servaient à obtenir les ressources nécessaires à la souscription du deuxième, les titres du deuxième à la souscription du troisième, etc... Ainsi, grâce à ce système, une personne pouvait souscrire deux fois de suite à l'emprunt avec les mêmes ressources. Considérons un Français qui a un capital de 100 et un Allemand qui a également un capital de 100. Supposons qu'il y ait deux emprunts successifs français, deux emprunts successifs allemands. Le Français a souscrit au premier emprunt français avec son capital de 100. Ayant épuisé ainsi sa fortune liquide, il ne peut pas souscrire au deuxième emprunt français. L'Allemand, lui, a souscrit pour son capital de 100 à l'emprunt allemand. Bien qu'ayant épuisé son avoir, il peut souscrire au deuxième emprunt, puisque contre la remise des titres du premier emprunt, il obtient des fonds qui lui servent

à la souscription du deuxième. L'on peut prétendre, il est vrai, que le Français peut, dans une banque, obtenir un prêt sur titres et rendre ainsi sa situation analogue à celle de l'Allemand ; sans doute, mais ce que l'on peut reprocher au système allemand, c'est d'avoir généralisé un usage qui, en France, n'est pas très répandu, de l'avoir en quelque sorte poussé, conseillé par la création d'un organe quasi-administratif, la Caisse de Prêt ; tandis qu'en France des souscriptions ayant un prêt pour origine seront en très petit nombre, les souscriptions allemandes effectuées grâce à ce moyen, seront très importantes. Par ce moyen, c'est en quelque sorte l'Etat qui crée d'une façon factice l'argent qu'on lui prête, il ne s'agit donc pas d'un résultat effectif. Ce sont ces considérations qui ont fait dire à certains économistes français que les emprunts allemands étaient de véritables châteaux de cartes et que toute leur solidité apparente disparaîtrait si un choc, même léger, venait ébranler le crédit de l'Etat. Il ne faut pas exagérer cependant, car ces emprunts n'étaient pas en totalité souscrits de cette manière. Il y avait de nombreuses souscriptions provenant de l'épargne, tout comme en France, mais on peut répéter que cette dernière part était proportionnellement beaucoup plus forte en France qu'en Allemagne.

Nous avons terminé avec la comparaison des emprunts français et allemands. En résumé, ils présentent de grandes dissemblances entre eux, mais les plus intéressantes à retenir sont les suivantes : Absence de périodicité rigoureuse pour les premiers, fréquence moins forte ; les premiers s'adressent plus à l'intérêt du capitaliste qu'à son patriotisme ; enfin les premiers apportent plus de ressources nouvelles et réelles que les seconds.

CHAPITRE II

L'EMPRUNT FRANÇAIS DE 1915

Nous ne reprendrons pas ici la question que nous avons plusieurs fois abordée, principalement dans le chapitre précédent, sur le point de savoir pourquoi le premier emprunt français fut émis si tard, alors qu'en Allemagne trois emprunts avaient déjà été émis et qu'en Angleterre, deux emprunts, l'un fin 1914, l'autre en juin 1915 avaient été souscrits pour un montant nominal de l. st. 950 millions.

Avant d'étudier les clauses de l'emprunt, il faut rappeler, pour permettre de comprendre ultérieurement ses résultats, la situation de la trésorerie, à la veille de l'emprunt, c'est-à-dire le 15 novembre 1915.

Avances de la Banque de France..	7.400 millions	
Bons de la Défense Nationale.....	8,630	—
Obligations décennales de la Défense Nationale	3.823	—
Rentes 3 1/2 0/0 amortissables		
encore en circulation.....	26	— en capital

Ajoutons que la dette de l'Etat français à long terme ou perpétuelle, qui était à la veille de la guerre de plus de 33 mil-

liards de francs, était à peu près la même à la veille du premier emprunt.

C'est le 12 novembre que M. Ribot, Ministre des Finances, annonçait par un discours à la Chambre des Députés, son intention d'obtenir du Parlement l'autorisation d'émettre un emprunt.

La loi fut définitivement votée le 16 novembre 1915 ; elle fut complétée par divers décrets et arrêtés, particulièrement par le décret et par l'arrêté qui portent tous deux la même date que la loi.

L'article 1^{er} de la loi du 16 novembre 1915 débute ainsi :

« Le Ministre des Finances est autorisé à aliéner en 1915, au mieux des intérêts du Trésor, des rentes 5 0/0 et à les inscrire à une section spéciale du Grand Livre de la dette publique »... M. Ribot, au cours du discours du 12 novembre, explique de la façon suivante le choix du type d'emprunt 5 0/0 perpétuel : « Le type est le 5 0/0, vieux fonds français, si populaire de nos aïeux ; c'est un vieux type, un souvenir des jours qui ont suivi nos longues guerres ; le nouveau 5 0/0 sera aussi populaire que celui de la Révolution.

Nous offrons un intérêt avantageux parce que nous avons besoin de sommes très fortes et non parce que le crédit de l'Etat est entamé. L'Angleterre par exemple, qui avait réduit avant la guerre à 2 1/2 0/0 l'intérêt de ses emprunts, a emprunté à 4 0/0 à 4 1/2 ».

D'après l'article 1^{er} de la loi, l'intérêt se trouve garanti pendant 15 ans, c'est-à-dire que l'emprunt n'est pas remboursable ni convertible pendant 15 années, soit jusqu'au 1^{er} janvier 1931. Enfin « les rentes jouissent des privilèges et immunités attachés aux rentes perpétuelles 3 0/0 », formule que

nous avons déjà rencontrée lorsque nous avons parlé de l'émission en juin 1914 des rentes 3 1/2 amortissables, mais, à la différence de ces dernières, elles sont exemptes d'impôt.

Ce qui se dégage de l'examen de la loi du 16 novembre 1915, c'est que le montant de l'emprunt n'est pas limité, comme l'était en juin 1914 celui du 3 1/2 amortissable.

La loi est complétée par un certain nombre de décrets et d'arrêtés.

Le décret principal est un décret du 16 novembre 1915, pris conformément aux dispositions de l'article 2 de la loi du 16 novembre et qui fixe le taux d'émission, la souscription minima, les époques de jouissance des rentes, la forme des rentes, enfin les conditions d'échange des titres 3 0/0 contre les nouvelles rentes.

Le prix d'émission est de 88 francs pour 100 francs de capital nominal, ce qui fait ressortir l'intérêt réel à 5.73 environ.

D'autre part, ceux qui versent intégralement, au moment de la souscription, en numéraire, bons de la Défense, obligations de la Défense, rentes 3 1/2 amortissables, bénéficient d'une bonification de 0 fr. 15 par franc de rente, c'est-à-dire 0 fr. 75 par 100 francs de capital nominal (1), ce qui fait que le prix d'émission ne ressort plus qu'à 87 fr. 25 par 5 francs de rentes pour ces souscripteurs. Les 5 francs de rente sont d'ailleurs la souscription minima.

L'intérêt est payé en quatre fois dans l'année, les 16 février, 16 mai, 16 août et 16 novembre et pour la première fois les rentes portent jouissance à partir du 16 novembre 1915. Les

(1) Articles 10 et 11 de l'arrêté du 16 novembre 1915.

titres sont, au gré du souscripteur, au porteur, nominatifs, ou mixtes.

La souscription fut ouverte à partir du 25 novembre et fut close le 15 décembre 1915. Elle pouvait être faite de plusieurs manières différentes : en numéraire (espèces, billets de banque de la France ou d'Algérie), en bons de la Défense Nationale, en obligations de la Défense Nationale, en titres de rente 3 1/2 amortissable, enfin en titres 3 0/0 perpétuel dans les limites fixées (article 2 de l'arrêté du 16 novembre 1915). Donnons quelques explications au sujet de ces différents moyens spéciaux de souscrire.

La possibilité de souscrire en bons de la Défense Nationale est donnée dans le but de diminuer la quantité de ces bons en circulation ; d'autre part, cette possibilité résultait d'un engagement qu'avait pris l'Etat lorsqu'il avait stipulé le 13 septembre 1914, lors de l'émission des bons de la Défense Nationale, que ces bons pourraient servir à la souscription des emprunts futurs. Les souscripteurs en bons devaient même, d'après le décret du 13 septembre, bénéficier d'un privilège d'irréductibilité, mais ce droit ne leur fut pas utile lors de la souscription à l'emprunt que nous étudions, puisque le montant de l'emprunt n'était pas limité. Pour que les bons puissent servir à la souscription de l'emprunt de 1915, il fallait cependant qu'ils eussent été souscrits ou renouvelés avant le 20 novembre. Les bons étaient repris à leur valeur du 15 décembre 1915, c'est-à-dire que s'il s'agissait d'un bon de 100 francs venant à échéance le 15 mars, par exemple, il était repris pour la valeur de 100 diminuée de l'intérêt de 100 fr. à 5 0/0 pendant exactement trois mois. Cependant, dans un but de simplification, d'après l'article 4 de l'arrêté du 16 no-

vembre 1915, le nombre de jours pendant lequel l'intérêt devait être calculé pour être déduit du capital nominal devait être ramené à un multiple de 10. Si la souscription en bons ne permettait pas d'acquérir un nombre entier de francs de rente 5 0/0, la souscription devait être portée au nombre immédiatement supérieur et une soulte devait être acquittée par le souscripteur. L'Etat voulait tout faire, en effet, pour obtenir le plus possible ; cette dernière mesure était un moyen pour obtenir un supplément de souscription, alors que si la soulte avait été à la charge de l'Etat, c'eût été le contraire.

Il était possible de souscrire en obligations décennales de la Défense Nationale. Cette possibilité résultait d'un engagement pris par l'Etat le 13 février 1915, lors de l'émission des dites obligations, de permettre l'échange des obligations contre des titres des emprunts qui seraient émis avant le 1^{er} janvier 1918. Les obligations de 100 francs devaient être, d'après la même disposition, estimées à 96.50, chiffre que l'on devait augmenter de la portion acquise de la prime de remboursement et diminuer des intérêts déjà payés pour la période non écoulée du semestre en cours, car les intérêts de ces obligations étaient payés d'avance. L'arrêté du 16 novembre 1915 précisa que les obligations étaient estimées à la valeur du 15 décembre 1915 et que la portion acquise de la prime de remboursement était égale à 0 fr. 25. Enfin le même arrêté soumettait les souscripteurs en obligations de la Défense Nationale au paiement d'une soulte, si cela était nécessaire, dans les mêmes conditions que les souscripteurs en bons.

On pouvait souscrire en titres de rentes 3 1/2 amortissables. De cette façon le 3 1/2 allait définitivement disparaître. Il était

réduit à un chiffre très minime depuis que les titres de cet emprunt avaient été presque tous remplacés par des obligations de la Défense Nationale. Il fallait, pour que les rares détenteurs du 3 1/2 puissent souscrire à l'aide de leurs titres à l'emprunt nouveau 5 0/0, que les titres aient été libérés avant le 31 janvier 1915. Les titres étaient repris à 91, prix d'émission (1) et estimés, pour le calcul des intérêts, à leur valeur du 15 décembre 1915. Leur souscription pouvait faire l'objet du paiement d'une soulte par le souscripteur ou d'une promesse de rente de la part de l'Etat.

Enfin, on admit les souscriptions en titres 3 0/0 perpétuel. Pourquoi ? C'est parce que l'on craignait trop que de l'existence simultanée des deux titres, le 5 0/0 et le 3 0/0, dont l'un, le 5 0/0, était beaucoup plus avantageux pour les souscripteurs, ne résultât une baisse du 3 0/0 beaucoup plus forte que la baisse normale qui mettrait à la parité les deux titres de rente. On craignait de décourager la clientèle de la rente, et l'ancienne et la nouvelle, même, puisque celle-ci pourrait toujours craindre qu'un emprunt futur émis dans des conditions plus avantageuses, ne vint déprécier les titres qu'elle venait d'acquérir. D'autre part, si l'échange n'était pas permis, c'était nuire considérablement à certaines catégories de personnes (mineurs, interdits) pour lesquelles le placement en rentes d'Etat avait été effectué obligatoirement.

Mais peut-on assurer aussi catégoriquement que les titres des anciennes rentes se seraient tellement dépréciés ? Nous verrons que, lors du deuxième emprunt de guerre, cette facilité ne fut pas accordée aux porteurs des anciennes rentes et, pourtant, les cours de ces dernières ne descendirent pas plus

(1) Ceci était avantageux puisque, à ce moment-là, la rente était cotée aux environs de 76

bas que ne le commandait la mise à la parité, par rapport aux nouvelles, des rentes anciennes. D'autre part, l'opération était très onéreuse pour l'Etat. L'article 5 du décret du 16 novembre 1915 stipulait, en effet, que le taux d'évaluation des rentes perpétuelles 3 0/0 admises pour la libération de souscriptions au nouvel emprunt 5 0/0 était de 22 francs par franc de rente. C'était certes avantageux pour le porteur de 3 0/0 puisque le titre de 3 0/0 était ainsi évalué à 66 francs, alors qu'il serait descendu, par le simple jeu de la parité, à moins de 60. Pour acquérir un nouveau titre de 5 0/0, le porteur de 3 0/0 devait renoncer au capital de 88 francs en rentes 3 0/0, c'est-à-dire à un capital correspondant à 4 francs de rente. Aussi lors de chaque échange de 88 francs d'ancienne rente, contre 88 francs de nouvelle, l'Etat s'engageait à payer 5 francs de rente annuellement au lieu de 4 francs. C'était une perte annuelle vraiment très forte pour l'Etat au point de vue des arrérages. Sans doute, de cette opération, certains avantages résultaient pour l'Etat. Sans parler de la satisfaction des porteurs de 3 0/0 et de l'augmentation de son crédit, le premier avantage résultait pour lui de ce que les anciennes rentes étaient remplacées par des nouvelles à taux beaucoup plus élevé, par suite convertibles plus rapidement. Autre avantage résultant de la diminution de la dette au point de vue capital ; en effet, le porteur de 3 0/0 apportant un montant correspondant à 4 francs de rente, c'est-à-dire une créance sur l'Etat de 133 francs, reçoit en 5 0/0 une créance sur l'Etat de 100 francs seulement, mais il est vrai qu'il s'agit de rentes perpétuelles et que, au sujet de ces rentes, une diminution de la dette en capital ne compense nullement une augmentation de la dette annuelle en intérêts ; le rembourse-

ment est, en effet, bien lointain et un avantage si éloigné, si aléatoire même, n'est pas beaucoup à considérer.

Mais, tandis que la souscription était possible pour la totalité en bons, en obligations, en titres de rente 3 1/2 amortissable, la souscription en 3 0/0 ne pouvait être faite que pour le tiers au moins. C'était un moyen adroit employé par le Trésor pour augmenter le montant des souscriptions. Les porteurs de 3 0/0 étaient, en effet, attirés par l'opération d'échange avantageux pour eux. S'ils en avaient la possibilité, ils consentaient facilement, pour obtenir cet avantage, à souscrire avec d'autres ressources le double de ce qu'ils avaient l'intention de souscrire en rente 3 0/0.

L'article 14 de l'arrêté du 16 novembre 1915 stipule que les souscripteurs, qui voudront profiter de la faculté de s'acquitter d'un tiers de leur souscription par la remise de titres de rente 3 0/0 perpétuelle, ne pourront souscrire que pour un multiple de 5 francs de rente. Ils devront, ajoute l'article, au moment de la souscription, verser soit en numéraire, soit en bons ou obligations de la Défense Nationale, soit en titres de rentes 3 1/2 amortissables, une provision égale à la moitié de la souscription totale. C'est un arrêté ultérieur, celui du 6 janvier 1916, qui a fixé les conditions de la remise au Trésor des rentes 3 0/0 et du numéraire formant le complément de la souscription. L'article 1^{er} mentionne que la souscription faite en partie en rente 3 0/0 devra être libérée entre le 15 et le 31 janvier 1916 tant par la remise des titres que par le versement, s'il y a lieu, d'un solde en numéraire. Mais il est possible, qu'au moment de la libération, le montant des rentes 3 0/0 soit supérieur ou inférieur au montant pour lequel elles ont été décomptées lors de la souscription ;

lorsque, à la libération, le montant des rentes est inférieur il y a, d'après l'article 4 de l'arrêté précité, paiement obligatoire de 22 francs par chaque franc de rente décompté dans la souscription et non remis.

Ces détails donnés sur les moyens que l'on peut employer pour souscrire, indiquons maintenant où les souscriptions sont reçues :

Sans conditions, se référant à la nature des ressources avec lesquelles on souscrit :

Pour Paris et département de la Seine :

Caisse Centrale du Trésor Public ; Recette Centrale de la Seine ; Caisse des Dépôts et Consignations ; Banque de France et Bureaux auxiliaires ; Caisse du Receveur municipal de la ville de Paris ; Caisse des Receveurs-percepteurs de Paris.

Pour les autres départements :

Caisse des Trésoriers payeurs généraux et des receveurs particuliers des Finances ; Caisses des Percepteurs ; Succursales de la Banque de France.

En outre, les souscriptions faites en numéraire, en bons de la Défense Nationale, en titres 3 0/0, peuvent être faites (1) :

Dans les recettes composées des postes, aux guichets ordinaires des Caisses d'épargne.

Enfin, si les souscriptions sont faites en titres de rente 3 0/0 ou en numéraire, et si elles n'excèdent pas le montant correspondant à 50 francs de rente, elles peuvent être reçues par les recettes simples des postes et les établissements de facteur-receveur.

(1) Cette disposition fut même étendue par l'arrêté du 29 novembre 1915 aux souscriptions en obligations de la Défense Nationale.

D'autre part, certaines prescriptions sont édictées au sujet des versements des rentes 3 0/0 ; la libération doit se faire à la caisse qui a reçu la souscription si celle-ci a été faite par un comptable direct du Trésor ou par l'intermédiaire de la Banque de France, chez le receveur des finances de l'arrondissement ou le percepteur de la commune si la souscription a été faite dans un bureau de poste ou aux guichets d'une caisse d'épargne ordinaire.

Des facilités sont accordées à un certain nombre de souscripteurs au sujet des versements qu'ils peuvent faire.

Les souscripteurs en numéraire, exclusivement, bénéficient de l'échelonnement de quatre termes qui partent des dates suivantes :

1 ^{er} terme : le jour de la souscription.....	10 fr.	} par 5 fr. de rente
2 ^e terme : à la délivrance des certificats provisaires (15 janvier)	26 »	
3 ^e terme : le 15 février 1916.....	26 »	
4 ^e terme : le 15 mars 1916.....	26 »	
88 fr.		

et se terminent 15 jours après, soit aux 31 janvier, 29 février, 31 mars 1916.

Il ne s'agit que des souscripteurs en numéraire et encore faut-il que les souscriptions soient reçues par d'autres caisses que les caisses d'épargne, ne soient pas des souscriptions aux armées, ni à l'étranger, ni aux Colonies.

Un intérêt de 6 0/0 l'an court contre les souscripteurs qui, bénéficiant de l'échelonnement, ne se libèrent pas à temps. Le Ministre peut aussi déclarer le porteur déchu de ses droits et faire effectuer la vente des rentes souscrites.

Au contraire, si le bénéficiaire des paiements échelonnés se libère immédiatement, le prix d'émission est ramené pour lui à 87 fr. 25 au lieu de 88. Il faut noter que les souscripteurs en bons de la Défense, en obligations, en titres 3 1/2 qui, obligatoirement, se libèrent immédiatement, profitent néanmoins de ce prix de faveur.

Y a-t-il échelonnement possible quant à la libération, lorsque la souscription est faite en partie en numéraire et en partie soit en bons, soit en obligations, soit en 3 1/2 amortissables ? Dans ce cas, nous dit l'article 13 de l'arrêté du 16 novembre 1915, on doit décomposer la souscription en deux et considérer qu'il y a, d'une part, une souscription en numéraire pour la libération de laquelle l'échelonnement est permis, et d'autre part une souscription en bons ou titres pour laquelle la libération immédiate totale est obligatoire.

La libération des deux premiers termes pour les souscriptions en numéraire donne droit, à partir du 15 janvier 1916, à la remise d'un certificat provisoire qui sera au porteur et muni de coupons semestriels. Il en est de même pour toute souscription entièrement libérée avec ou sans rentes 3 0/0 à condition que la souscription n'ait comporté ni remise ni demande de titres nominatifs ou mixtes. Dans le cas contraire, il ne sera pas délivré de certificat provisoire, mais un certificat nominatif de dépôt.

Pour terminer avec cette question des souscriptions à l'emprunt 1915, il faut indiquer certaines dispositions avantageant les habitants des départements envahis qui se sont réfugiés dans les parties non occupées du territoire français ; beaucoup d'entre eux avaient perdu leurs titres de rente 3 0/0

perpétuelle, 31/20/0 amortissable, ou s'étaient vus dépossédés. L'arrêté du 23 novembre 1915 leur permet de souscrire, néanmoins avec ces valeurs qu'ils n'ont plus en leur possession. L'article unique de l'arrêté s'énonce en effet, ainsi : « Les propriétaires de bons de la Défense Nationale, de titres 3 1/2 0/0 amortissable, 3 0/0 perpétuel, dépossédés de ces titres à la suite de faits de guerre dans les territoires occupés par l'ennemi, pourront faire entrer ces valeurs dans le décompte de leur souscription à l'emprunt... Ils devront prendre par écrit l'engagement de régulariser leur souscription dans les six mois qui suivront la fin des hostilités, en rapportant ces titres avec les coupons échus postérieurement au 1^{er} janvier 1916, et, s'il y a lieu, en complétant en numéraire le prix d'acquisition. Les titres 5 0/0 ne leur seront délivrés qu'après la libération complète avec jouissance du 16 novembre 1915, sauf paiement des intérêts de retard, dans les conditions prévues par l'arrêté du 16 novembre 1915 pour la portion définitivement acquittée en numéraire ».

Outre les avantages donnés au souscripteur, tout fut mis en œuvre pour obtenir le maximum de souscriptions : un appel du général Joffre aux troupes placées sous ses ordres pour leur demander d'exhorter leurs familles à souscrire, la possibilité pour les déposants des caisses d'épargne de transformer leurs dépôts en titres de rente, à condition que les rentes souscrites par le déposant soient égales au moins au double de la souscription due uniquement aux prélèvements sur les comptes (1). Il faut encore signaler le décret du 22 no-

(1) Cette disposition résulte d'un décret du 16 novembre 1915. Elle institue une exception au principe alors en vigueur des retraits en portions successives de 50 francs par quinzaine.

vembre 1915 qui autorise les titulaires de cautionnements en rentes 3 0/0 perpétuelle et 3 1/2 0/0 amortissable, en bons et obligations de la Défense Nationale, à prendre part à la souscription du nouvel emprunt 5 0/0, à condition que les nouveaux titres reçoivent la même affectation que les anciens; il ne s'agit que des cautionnements fournis à l'Etat, aux départements, communes, établissements publics et d'utilité publique. Indiquons enfin la loi du 26 novembre 1915 qui affecte les nouvelles rentes 5 0/0 aux mêmes placements que les rentes 3 0/0 perpétuelles en ce qui concerne les entreprises d'assurance, de capitalisation ou d'épargne.

Grâce à toutes les dispositions que nous venons de passer en revue, les résultats furent très satisfaisants. L'emprunt fut souscrit, en effet, pour un capital nominal de :

15.130 millions de francs (1)

et le capital effectif reçu fut de :

13.380 millions de francs.

Les rentes souscrites s'élevaient à :

756.500.000 francs.

Le nombre des souscripteurs était de :

3.130.000.

Voici au point de vue des moyens de souscription comment la répartition se faisait, en millions de francs (effectivement reçus) :

(1) Il faut ajouter, à ce montant 602 millions de francs provenant de l'émission d'une tranche d'emprunt à Londres (voir 2^e partie, chapitre II, Moyens de règlement en Angleterre).

Numéraire	6.368	{ (en comprenant les versements des caisses d'épargne).
Bons de la Défense Nationale.....	2.268	
Obligations de la Défense Nationale.	3.327	
Obligations du Trésor à court		
terme (1)	135	
Rentes 3 1/2 0/0 amortissables.....	22	
Rentes 3 0/0 perpétuelles.....	1.430	

En réalité, seuls les versements en numéraire, en bons de la Défense Nationale et en obligations à court terme constituent un apport précieux pour le trésor parce que le numéraire est véritablement une ressource nouvelle, un prêt effectif et parce que les deux autres catégories de versements permettent à l'Etat d'éviter un déboursé prochain que nécessiterait le remboursement. Au contraire, les souscriptions en obligations de la Défense Nationale à 10 ans, ou en rentes qui sont perpétuelles ou remboursables dans longtemps ne font en réalité que remplacer un prêt par un autre à peu près semblable et n'ont aucune conséquence directe sur la situation de la Trésorerie de l'Etat.

En ce qui concerne la forme des titres, les titres au porteur représentent les 90 0/0 du montant de la souscription, les titres nominatifs 9.32 0/0, enfin les titres mixtes 0.68 0/0.

En ce qui touche les intermédiaires par lesquels l'emprunt a été souscrit, on peut dire que près du 1/5^e du montant des souscriptions a été recueilli par l'intermédiaire de la Banque de France, exactement le montant de 2.963.568.580 francs de capital avec près de 301.000 souscripteurs, 1.655 millions ont

(1) Bien que la reprise de ces obligations ne soit mentionnée dans aucune loi, aucun décret, aucun arrêté concernant l'emprunt, on les accepte cependant. Ces obligations étaient simplement des bons du Trésor munis de coupons.

été souscrits par l'intermédiaire du Crédit Lyonnais, 880 millions par l'intermédiaire de la Société Générale, 725 millions par l'intermédiaire du Compoir National d'Escompte, 334 millions par l'intermédiaire du Crédit Industriel et Commercial et 144 millions par l'intermédiaire de la Banque Nationale de Crédit.

Sans doute le montant des rentes souscrites, 15.200 millions en capital nominal nous semble peu élevé en comparaison du montant correspondant de l'emprunt de 1918, 30.700 millions, mais les conditions n'étaient pas les mêmes qu'au moment où l'emprunt de 1918 fut plus tard émis. D'abord, nous n'étions pas victorieux ; l'issue de la lutte nous apparaissait sans doute plus favorable pour nous qu'en 1914, mais néanmoins, il y avait encore doute dans l'esprit de certaines personnes en ce qui touchait la victoire définitive de nos armes, et, quelques mois après l'emprunt, l'ennemi commençait le formidable assaut de Verdun. D'autre part, les conditions économiques étaient encore défavorables. Dans un discours qu'il prononçait au Sénat le 24 décembre 1915, M. Ribot jugeait le résultat de l'emprunt de la façon suivante : « Le chiffre est considérable et digne de notre pays, si l'on considère que ce pays est troublé dans ses moyens de production, que beaucoup de personnes ne peuvent disposer de leurs créances, soient les propriétaires qui n'ont pas touché leurs loyers, soient ceux qui ont en leur possession des effets commerciaux arrêtés par le moratorium prolongé, si l'on considère, enfin, que les opérations commerciales n'ont pas repris l'activité qu'elles avaient autrefois et que ce que l'on nous apporte, ce sont des économies réalisées et non des économies escomptées.

L'emprunt est bien classé, et il est à penser que dès qu'il sera coté, il montera ».

Sur ce dernier point, les faits ont justifié — du moins dans l'année qui a suivi l'émission — les prévisions de notre ministre des Finances. Emis à 88, il était coté comptant :

88.10 le 6 janvier 1916 ;

88.25 le 30 mars 1916 ;

89.95 le 24 août 1916

et ne redescendait à 87.70 que le 16 novembre 1916.

Mais les cours indiqués, il faut le reconnaître, ne correspondaient qu'à un régime très particulier de la bourse, et ne peuvent être considérés comme très concluants.

L'emprunt a eu des conséquences importantes sur la dette flottante et sur la dette à court terme. Tout d'abord, il a permis à l'Etat, qui recevait une certaine quantité de numéraire, de rembourser, sur les ressources ainsi acquises, une part de la dette qu'il avait vis-à-vis de la Banque de France. Tandis que le montant des avances de la Banque de France était, le 15 novembre 1915, de 7.400 millions environ, le 31 décembre 1915, il n'était plus que de 5 milliards.

L'emprunt étant en partie souscrit au moyen de bons de la Défense Nationale, le montant de ces bons devait diminuer. Sans doute, l'émission des bons n'étant pas arrêtée pendant la période de souscription, des bons nouveaux entraient en circulation, mais ils étaient loin de compenser le retrait de la circulation des bons qui avaient servi à souscrire. C'est ainsi que le montant des bons de la Défense Nationale, qui atteignait le 15 novembre 1915, 8.630 millions ne s'élevait le 31 décembre 1915 qu'à 6.963 millions.

Le montant des obligations de la Défense Nationale devait aussi diminuer, d'autant plus que l'émission desdites obligations était arrêtée pendant la période de souscription à l'emprunt, en vertu d'un décret du 16 novembre 1915 et n'était reprise que le 20 mars 1916. Lesdites obligations, qui atteignaient le 15 novembre 1915 le montant de 3.823 millions, ne s'élevaient plus qu'à 632 millions le 31 décembre 1915.

Ajoutons enfin que l'emprunt a eu des conséquences sur le montant des rentes $3\frac{1}{2}$ amortissables et 3 % perpétuelles. Les premières correspondaient le 15 novembre 1915 à un capital de 26 millions et seulement de 4 millions le 31 décembre.

Telles sont les différentes modalités et les conséquences du premier emprunt de guerre français.

CHAPITRE III.

L'EMPRUNT FRANÇAIS DE 1916

Presqu'une année s'écoule entre la souscription du premier emprunt et celle du second. Pendant cet intervalle assez long, la dette flottante et la dette à court terme ont naturellement eu le temps de s'élever dans d'assez fortes proportions. En jetant les yeux sur les chiffres suivants du montant des avances de la banque de France à l'Etat, des Bons de la Défense Nationale, des Obligations de la Défense Nationale, à la veille du deuxième emprunt :

Situation fin septembre
1916, c'est-à-dire à la
veille du 2^e emprunt.

Avances de la Banque à l'Etat.....	8.600 millions
Bons de la Défense Nationale.....	15.074 —
Obligations de la D. N. à 10 ans.....	1.430 —

et en les comparant aux chiffres correspondants du 15 novembre 1915 et du 31 décembre 1915, que nous avons indiqués dans le chapitre précédent, nous constatons, non seulement que les avances de la Banque et les Bons ont augmenté depuis le 31 décembre 1915, mais encore qu'il y a augmentation par rapport aux chiffres du 15 novembre 1915, date antérieure à l'ouverture de la souscription du premier emprunt ; ce qui

prouve que, plus même qu'en 1915, une consolidation de la dette flottante s'impose fin septembre 1916. En revanche, le chiffre concernant les obligations est sans doute plus fort que celui du 31 décembre 1915, mais plus faible que celui du 15 novembre de la même année ; mais il est vrai que l'accroissement des obligations ne constitue pas un danger aussi grand pour l'Etat que ne l'est celui des Bons de la Défense Nationale et des avances.

Pourquoi, dans ces conditions le deuxième emprunt n'a-t-il pas été émis plus tôt ? M. Ribot répond à cette question dans un discours prononcé par lui au Sénat, le 15 septembre 1916 : « Nous n'avons pas été pressés de faire un emprunt pour laisser aux capitaux le temps de se reformer, car c'est aux capitaux vraiment disponibles que nous faisons appel ». Il faut d'ailleurs reconnaître que l'heure de l'emprunt était bien choisie puisqu'elle coïncidait avec la reprise glorieuse des offensives alliées.

Examinons maintenant les différentes modalités de l'emprunt. C'est par une loi du 15 septembre 1916 que le ministre des Finances a été autorisé à émettre un emprunt. L'article 1^{er} de la loi est ainsi conçu : « Le ministre des Finances est autorisé à aliéner en 1916, au mieux des intérêts de l'Etat, des rentes 5% et à les inscrire au grand livre de la dette publique.

Ces rentes jouissent des privilèges et immunités attachés aux rentes perpétuelles 5% émises en 1915.

Elles sont exemptes d'impôt.

A partir du 1^{er} janvier 1931, elles pourront être remboursées en totalité ou par séries ».

Ce sont là les mêmes modalités que pour l'emprunt de 1915. Tout d'abord le même type de rentes 5% perpétuelles (1)

(1) Ce dernier caractère de perpétuelles résulte de ce qu'aucun amortissement obliga-

a été choisi parce que le public avait accueilli avec faveur l'emprunt de 1915 ; ensuite, mêmes privilèges que pour l'emprunt précédent ; les rentes sont exemptées d'impôt comme les rentes précédentes ; elles ne peuvent être remboursées, et sont, par suite, inconvertibles jusqu'au 1^{er} janvier 1931. Enfin, la loi du 15 septembre 1916, au même titre que la loi du 16 novembre 1915 qui se référait à l'emprunt 1915, n'a pas stipulé le montant maximum de l'emprunt. L'emprunt est donc illimité.

La loi du 15 septembre 1916 est complétée par un certain nombre de décrets et deux arrêtés.

Le décret principal est un décret en date du 16 septembre 1916, pris en conformité des dispositions de l'article 2 de la loi précitée et qui fixe le montant de l'inscription minima, les dates de paiement des arrérages, le prix d'émission, la forme des titres. D'après les dispositions qui y sont contenues :

La coupure minima est celle de 5 francs de rente comme pour l'emprunt 1915 ;

Les arrérages doivent être payés les 16 novembre, 16 février, 16 mai, 16 août de chaque année, dates auxquelles, nous le savons, doivent être payés aussi les arrérages des rentes 5% 1915.

Le prix d'émission est de 88 fr. 75 par 5 francs de rente, prix d'émission plus élevé que celui de l'emprunt de 1915 qui était de 88 francs et même de 87 fr. 25 pour les souscripteurs qui se libéraient immédiatement. Cependant les souscripteurs qui, à l'emprunt de 1916, se libèrent immédiatement, bénéficient aussi d'un avantage : car pour eux la jouissance est fixée au 16 août 1916 au lieu que ceux qui profitent de la faculté de

toire n'est stipulé. Il est dit, en effet, que les rentes *pourront* être remboursées à partir du 1^{er} janvier 1931.

payer par échelonnement n'ont droit aux intérêts qu'à partir du 16 novembre 1916. Comme les premiers touchent, au moment même de la souscription, la portion d'intérêts comprise entre le 16 août et le 16 novembre, soit 1 fr. 25 par inscription minima, on peut dire que le prix d'émission pour les souscripteurs qui se libèrent immédiatement est de 87 fr. 50, un peu plus fort tout de même que pour les souscripteurs correspondants de l'emprunt de 1915.

Les titres peuvent être, au gré du souscripteur, au porteur, nominatifs ou mixtes.

La souscription est ouverte entre le 5 octobre 1916, date d'ouverture et le 29 octobre 1916, date de clôture. La souscription peut être faite en numéraire, en bons de la Défense Nationale, en obligations de la Défense Nationale, en titres $3\frac{1}{2}$ amortissables, et, dans les colonies et pays étrangers, en monnaie légale de la colonie ou du pays, avec un certain taux de change (1).

Les souscriptions en numéraire comprennent les souscriptions en espèces, en billets de banque de France et d'Algérie, en mandats de virement ou chèques adressés à la Caisse Centrale.

Les souscriptions en bons de la Défense Nationale ne peuvent être effectuées qu'à l'aide de bons souscrits ou renouvelés avant le 1^{er} octobre 1916 ; les bons seront repris à leur valeur du 29 octobre 1916, pour que les souscripteurs n'aient pas intérêt à attendre, pour souscrire, le dernier jour ; d'autre part, le nombre de jours, pour lequel les intérêts se déduisent du capital nominal des bons de 100 francs et au-dessus, est ramené au multiple de 10 immédiatement inférieur si le nom-

(1) Arrêté du 16 septembre 1916, article 2.

bre de jours n'est pas un multiple de 10. Ajoutons que la possibilité de souscrire en bons résulte du décret même du 13 septembre 1914, décret de création des bons de la Défense Nationale.

Les souscriptions en obligations de la Défense Nationale à 10 ans (les obligations quinquennales ne sont pas encore créées) ne peuvent être effectuées qu'avec des obligations souscrites antérieurement au 1^{er} octobre 1916, puisqu'un décret du 16 septembre 1916 stipule que l'émission des obligations de la Défense Nationale est suspendue à partir du 1^{er} octobre 1916. Les obligations sont reprises à la valeur du 29 octobre 1916 en ce qui concerne le décompte des intérêts, et la portion acquise de la prime de remboursement est fixée à 0 fr. 48. En définitive, les obligations sont estimées à 95 fr. 50. Ajoutons encore que la possibilité de souscrire en obligations résultait d'un engagement pris par l'Etat dans l'acte de création des obligations.

La rente 3 $\frac{1}{2}$ % est acceptée, bien que le chiffre en circulation depuis le dernier emprunt soit très réduit, pour qu'elle puisse être définitivement retirée du marché. Il s'agit d'une dernière liquidation destinée à faire disparaître complètement les petits reliquats qui subsistent encore. Ces rentes sont reprises à 91 et le décompte des intérêts sera fait en estimant les rentes 3 $\frac{1}{2}$ % à leur valeur du 29 octobre 1916. Tout compte fait, le prix de reprise est de 91.70.

Au point de vue de l'acceptation des bons, obligations, rentes 3 $\frac{1}{2}$ %, aucune différence entre l'emprunt 1916 et celui de 1915. Mais il y a une différence importante : c'est que les rentes 3 % ne sont pas admises à la souscription du nouvel emprunt. Peut-être se rendait-on compte que l'opération était trop onéreuse quant aux charges annuelles de l'Etat ; on s'apercevait aussi

que l'issue de la guerre était éloignée, que les charges permanentes pesant sur nos budgets d'après guerre seraient trop lourdes pour permettre d'envisager une conversion avant longtemps du 5 % remplaçant le 3 %, par suite que le caractère onéreux de l'opération n'était même pas en partie compensé par la perspective d'un allègement futur des charges annuelles de l'Etat.

Peut-être pensait-on aussi que les porteurs anciens de rentes 3 %, qui n'avaient pas voulu profiter de l'avantage que leur faisait l'Etat par l'affectation de ces rentes à la souscription de l'emprunt de 1915, avaient leur opinion définitivement faite et que, d'autre part, les porteurs nouveaux qui avaient acheté du 3 %, malgré le choix qu'ils avaient entre ce titre et celui du 5 % 1915, avaient, eux aussi, leurs raisons pour préférer le 3 %.

Ces détails donnés sur la nature des ressources que l'on peut employer à souscrire, voyons maintenant où les souscriptions peuvent être reçues. Ce sont des dispositions à peu près semblables à celles du précédent emprunt et sur lesquelles il est inutile de revenir. Les souscriptions peuvent être reçues, par exemple, à la Caisse Centrale du Trésor, à la Caisse des Dépôts et Consignations, à la Banque de France, aux Caisses des Trésoriers-payeurs généraux, aux recettes des postes et télégraphes, aux bureaux des receveurs de l'Enregistrement, du Domaine et du Timbre, aux guichets des caisses d'Epargne ordinaires.

Les souscriptions doivent être faites pour des coupures de 5 francs de rente et multiples de 5 francs (article 6 de l'arrêté du 16 septembre 1916). Si elles sont faites en bons, obligations, rentes 3 $\frac{1}{2}$, elles peuvent donner lieu au paiement d'une soulte, de la part du souscripteur seulement, car les souscriptions seront toujours portées au multiple de 5 francs de rente, immé-

diatement supérieur ; le Trésor accepte bien, en effet, les souscriptions avec des titres, mais n'entend nullement que l'opération se traduise pour lui par un déboursé en numéraire. Si la souscription est mixte, c'est-à-dire faite pour une part en numéraire, pour une autre en titres (bons, obligations, rentes 3 $\frac{1}{2}$ %) la souscription sera décomposée en deux, considérées chacune comme une souscription séparée et devant chacune être faite pour un multiple de 5 fr. de rente.

Des délais de versement sont accordés pour les souscriptions en numéraire, à condition toutefois qu'elles soient effectuées à d'autres guichets que ceux des caisses d'épargne ordinaires, qu'elles ne soient pas faites aux colonies, ni à l'étranger.

Le premier versement fixé à 15 francs pour une coupure de 5 francs de rente, doit être fait le jour de la souscription, le deuxième qui est de 23 fr. 75 peut être reçu le 31 décembre 1916, le troisième qui est de 25 fr. peut être reçu avant le 28 février 1917, le quatrième qui est de 25 fr. peut être reçu avant le 30 avril 1917, soient des versements tous les deux mois, alors que ceux du premier emprunt devaient être faits, dans les mêmes cas, tous les mois.

En cas de retard, le débiteur sera passible, de plein droit, d'intérêts de 6% à partir de l'échéance effective de chacun des termes, qui est pour le deuxième versement, non pas le 31 décembre mais le 16 décembre, pour le troisième le 16 février, pour le quatrième le 16 avril.

Les souscripteurs qui ne peuvent pas profiter du paiement par échelonnement, en particulier les souscripteurs en titres, doivent faire la remise de leurs titres au moment de la souscription.

En cas de libération immédiate, qu'il s'agisse de ceux qui

sont contraints de l'effectuer ou de ceux qui, pouvant profiter de l'échelonnement des termes, volontairement se libèrent, les souscripteurs ont droit au paiement des intérêts entre le 16 août 1916 et le 16 novembre, ce qui fait, nous l'avons déjà dit, ressortir à 87 fr. 50 le prix de l'émission. Mais cette disposition ne s'applique pas à ceux qui ont choisi la libération échelonnée et qui font des versements anticipés pour l'intégralité de plusieurs termes ou pour libération complète du certificat d'emprunt ; ils n'ont droit, d'ailleurs, à aucun escompte.

Les souscripteurs pourront recevoir immédiatement un certificat provisoire au porteur, muni de coupons, à condition qu'ils ne versent pas de titres nominatifs et qu'ils ne demandent pas de titres nominatifs 5 %.

Telles sont les modalités principales de l'Emprunt 5 % 1916.

Un certain nombre de dispositions sont destinées à accroître le plus possible le nombre des souscriptions. Il n'y a pas de disposition spéciale concernant les caisses d'épargne, car, dès avant l'ouverture de la souscription, les restrictions au remboursement normal avaient été levées. On peut citer p. ex. un décret du 16 septembre 1916 autorisant les titulaires de cautionnements fournis à l'Etat, aux départements, aux communes, en rentes $3\frac{1}{2}$ amortissables, bons et obligations de la Défense Nationale, à les comprendre dans le montant de leur souscription, à condition toutefois que les nouvelles rentes 5% reçoivent la même affectation que les titres qui ont servi à souscrire; signalons que la loi du 31 mai 1916 avait interdit, sauf dérogations, l'émission en France d'effets de gouvernements étrangers, de valeurs françaises ou étrangères.

Examinons maintenant les résultats de l'emprunt 1916.

L'emprunt fut souscrit pour un capital nominal de : 11.507 millions (1).

Le produit effectif s'élevait à un montant de : 10.082 millions. Le montant des rentes souscrites atteignait 575.349.000 de francs.

Sans doute, ces résultats sont moins importants, apparemment, que ceux de l'emprunt de 1915, mais il faut tenir compte de ce fait qu'une partie des capitaux disponibles avait été accaparée par ce dernier et s'était difficilement reconstituée, à cause de la situation de la France envahie. D'autre part, l'emprunt 1916 n'était pas, pour le souscripteur, plus avantageux que le précédent ; tous deux étaient dans une condition à peu près semblable à ce point de vue. Or, pour inciter le souscripteur à prendre de nouveaux titres d'emprunt à une année d'intervalle, peut-être aurait-il fallu rendre pour lui l'opération un peu plus avantageuse ; enfin, les modalités étaient les mêmes et risquaient de ne pas séduire les épargnants comme des avantages nouveaux. Malgré tout, les résultats étaient très honorables pour nous, et l'on aurait tort de tenir compte, même pour une faible part, de la façon dont les journaux allemands exploitèrent la diminution du montant de la souscription par rapport à celle de 1915, d'autant plus, comme nous allons le voir, que les résultats réels sont bien plus satisfaisants que les résultats apparents.

Voici comment la répartition se faisait en ce qui concerne les sommes effectivement reçues :

Numéraire : 5.502 millions (dont 150 millions d'or).

Bons de la Défense Nationale : 3.606 millions.

(1) Une tranche d'emprunt fut émise en Angleterre comme lors de l'emprunt de 1915.

Obligations de la Défense Nationale : 957 millions.

Il y a eu plus de 3 millions de souscripteurs.

Si l'on ne tient compte que du montant souscrit en numéraire et en bons, les sommes reçues au cours de l'emprunt 1916 s'élèvent à 9.108 millions, alors que le même chiffre pour l'emprunt de 1915 n'était que de 8.636 millions. Or, nous avons déjà dit que les ressources importantes, pour la situation de la trésorerie de l'Etat, n'étaient que les bons et le numéraire. Par suite, au point de vue de l'assainissement de la situation financière de l'Etat, l'emprunt de 1916 semble avoir eu des résultats plus favorables encore que le précédent.

En ce qui touche les intermédiaires par lesquels l'emprunt a été souscrit, les souscriptions ont été reçues principalement :
à la Banque de France : 3.948 millions de capital nominal, soit environ 1 milliard de plus que pour l'emprunt de 1915 ;
au Crédit Lyonnais : 1.319 millions
à la Société Générale : 820 millions
au Comptoir National d'Escompte : 720 millions
à la Banque Nationale de Crédit : 202 millions
au Crédit Industriel et Commercial : 200 millions.

Après la souscription, le cours des titres nouvellement émis fléchit légèrement. Par exemple, le 23 février 1917, pour les titres non libérés, (titres pour lesquels le prix d'émission était de 88.75) le cours était de 88. 05, mais il se releva un peu par la suite.

Au point de vue trésorerie, le nouvel emprunt eut d'heureuses conséquences sur la dette flottante.

Les avances de la banque qui le 30 septembre 1916, c'est-à-dire avant l'emprunt, étaient de 8.600 millions, n'étaient plus que de 6.600 millions le 31 octobre 1916. Il y a là cepen-

dant, une diminution un peu moins forte que lors de la souscription à l'emprunt 1915.

La circulation des billets n'est diminuée que de 882 millions bien que le remboursement des avances à l'Etat eût été de 2 milliards ; c'est parce que nombre de particuliers ont souscrit sur les comptes ordinaires qu'ils ont dans les établissements de crédit et ceux-ci retirent à leur tour une part des fonds qu'ils ont à la Banque à leur crédit pour les faire virer au compte du Trésor, ce qui diminue d'autant par compensation la dette du Trésor à l'égard de la banque.

Les bons de la Défense Nationale en circulation, qui, le 30 septembre 1916, s'élevaient à 15.074 millions, n'atteignaient que 11.590 millions le 31 octobre 1916. Il s'agissait là d'une consolidation effectuée pour un montant plus important qu'en 1915, mais qui laissait tout de même subsister un chiffre de bons en circulation supérieur à celui de fin décembre 1915.

Enfin les obligations étaient abaissées de 1.430 millions à 426 millions.

Ainsi l'emprunt de 1916, agissant comme une écluse, faisait bien descendre le niveau de la dette à court terme, mais n'empêchait pas cette dette de poursuivre, par la suite, sa marche ascensionnelle dangereuse.

Plus tard, en 1917, un nouvel emprunt devait être émis, mais il sort du cadre de notre étude, puisqu'il est voté seulement le 26 octobre 1917.

CHAPITRE IV

LE MARCHÉ DES RENTES

A la veille de la guerre, la France avait une dette publique très importante, comparée à celle des autres pays. Les titres de rente française se trouvaient en très grande quantité dans le portefeuille des particuliers. Il s'agissait principalement de titres 3 % de rente perpétuelle, pour une plus faible part de titres 3 % amortissable, émis en 1878 ; enfin de nouveaux titres créés par la loi du 20 juin 1914, les titres 3 $\frac{1}{2}$ amortissables dont nous avons déjà parlé.

En raison de l'importance des titres émis par l'Etat français, le marché des rentes jouait à la Bourse de Paris un rôle très important. Les opérations s'effectuaient par l'intermédiaire des agents de change qui, en principe, avaient le monopole des négociations relatives aux titres admis à la cote officielle. Cependant, les coulissiers s'occupaient aussi des rentes françaises, mais seulement pour le 3 % perpétuel, lorsqu'il s'agissait d'opérations à terme.

A la fin de juillet 1914, le marché des valeurs traversa une très forte crise. Beaucoup de détenteurs de titres, impressionnés par les événements et les bruits de guerre, cherchèrent à vendre leurs valeurs pour se constituer des disponibilités en

numéraire. Il se produisit, par conséquent, à la Bourse, une offre considérable de toutes sortes de titres. Au contraire, les acheteurs devenaient de plus en plus rares. Les rentes françaises n'échappaient pas à ces mouvements, tout au contraire. Le 25 juillet, par exemple, dernier jour du délai accordé par l'Autriche à la Serbie pour la réponse à son ultimatum, l'offre des rentes est énorme et il est impossible aux agents de change et aux coulissiers, chargés d'ordres de ventes, de trouver les contreparties. Ce jour-là, le Comité des agents de change décide de coter à terme pour la rente 3 % perpétuelle le cours de 78, qui n'avait pas été coté depuis 1887 (1). Le cours de 77.25 est coté à terme et celui de 78 au comptant le 28, le 29, le 30 et le 31. Mais les négociations ne pouvaient pas s'effectuer ; une infime partie de vendeurs trouvait une contrepartie, mais les autres devaient se résoudre à garder leurs titres. Les cours ne reflètent nullement, d'ailleurs, le déséquilibre qui existait entre la quantité offerte et la quantité demandée parce qu'on ne voulait pas coter des cours trop bas qui auraient pu nuire à la confiance dans l'Etat français et déprimer l'esprit public.

La Bourse de Paris, comme nous l'avons déjà signalé, cessa de fonctionner (2) pendant 48 heures, le 1^{er} et le 2 août. Elle rouvrit le 3, mais on ne faisait qu'entrebailler en quelque sorte les portes d'accès. Ce jour-là, en effet, seulement douze valeurs, dont les rentes françaises, étaient cotées (3) ; mais le nombre des valeurs cotées augmenta par la suite. La rente française 3 % est cotée 76 le 3 août. Ce jour-là, 13.000 francs de rente sont

(1) Renseignements empruntés à l'ouvrage de M. G. Brégaud : *La Bourse et la Guerre*.

(2) Indiquons que les bourses de nombreux Etats ont été fermées à la déclaration de guerre pour éviter l'effondrement des cours qu'allait provoquer l'offre des détenteurs de titres et des spéculateurs.

(3) A partir du 3 août, les rentes ne furent cotées qu'au comptant parce que les opérations ne s'effectuèrent plus qu'au comptant.

échangés, mais il faut dire que la plus grande partie des achats est effectuée par la Caisse des Dépôts. Le 8 août, les transactions sont plus actives à l'annonce de la résistance de Liège. Les ordres de ventes diminuent et au contraire les ordres d'achat augmentent ; mais plus tard, du 22 au 25 août, pendant la bataille de Charleroi, les transactions sont arrêtées et les séances sont purement nominales (1). Le 2 septembre, la Bourse de Paris est fermée définitivement et les agents de change se transportent à Bordeaux.

Le 7 décembre, jour de la réouverture de la Bourse, le 3 % perpétuel est coté 72.50. Naturellement, puisque toutes les opérations se font au comptant, les rentes ne peuvent plus être négociées que par les agents de change. Le marché des rentes

(1) Voici les cours cotés pour le 3 0/0 perpétuel et le 3 1/2 amortissable à la fin de juillet et en août 1914 :

3 0/0 perpétuel :

30 juin 1914 (à terme), 83 ;
23 juillet 1914 (à terme), 81.40 ; (au comptant), 81.55 ;
25 juillet 1914 (à terme), 78 ; (au comptant), 78.50 ;
27 juillet 1914 (à terme), 78 ; (au comptant), 78.75.

3 0/0 :

28 juillet 1914 (à terme), 77.25 ; (au comptant), 78 ;
29 juillet 1914 (à terme), 77.25 ; (au comptant), 78 ;
30 juillet 1914 (à terme), 77.25 ; (au comptant), 78 ;
31 juillet 1914 (à terme), 77.25 ; (au comptant), 78 ;
3 août 1914 (au comptant), 76 ;
14 août 1914 (au comptant), 75.20 ;
17 août 1914 (au comptant), 75.25.

3 1/2 amortis. (émis. 91) :

23 juillet 1914 (à terme), 89.95 ; (au comptant), 89.75 ;
25 juillet 1914 (à terme), 85.15 ; (au comptant), 85.60 ;
27 juillet 1914 (à terme), 86 ; (au comptant), 86.75.

3 1/2 :

28 juillet 1914 (à terme), 85 ; (au comptant), 85.50 ;
29 juillet 1914 (à terme), 85.50 ; (au comptant), 86 ;
30 juillet 1914 (à terme), 85.60 ; (au comptant), 85.90 ;
31 juillet 1914 (à terme), 85.60 ; (au comptant), 85.50 ;
3 août 1914 (au comptant), 84 ;
14 août 1914 (au comptant), 82.50 ;
17 août 1914 (au comptant), 82.50.

est absolument libre et les cours sont cotés en suivant les règles ordinaires. M. Ribot, dans un discours qu'il faisait à la Chambre des députés le 18 mars 1915, prononçait les paroles suivantes : « Nous avons laissé la bourse coter les valeurs en toute sincérité. Ailleurs on a déclaré que les fonds nationaux n'ont pas baissé, mais on sait que les bourses sont fermées et que la publication des cotations secrètes est punie de prison ». (Le ministre des Finances fait, dans ces dernières paroles, allusion à l'Allemagne). « Nous n'avons pas besoin de ce moyen. C'est une satisfaction pour le ministre des Finances de constater que le cours se tient à un taux en rapport avec la situation actuelle ». Et, en fait, jusqu'à la fin de la guerre, le 3 % perpétuel le titre de rente d'avant-guerre de beaucoup le plus important, eut un marché absolument libre et fut coté avec une entière sincérité. Malgré cela son cours ne s'établit pas à la parité arithmétique du cours des nouveaux emprunts, mais au-dessus c'est-à-dire que, si le 5 % vaut 90, le 3 % est coté plus de 54. Pourquoi ? Il y avait, tout d'abord, la question du classement du 3 % qui était dans des mains excellentes, tandis que les nouveaux emprunts étaient toujours, pour une partie, à *classer*, c'est-à-dire entre les mains d'intermédiaires qui les gardaient provisoirement pour les revendre. Ensuite, il y avait la question de la marge : Un emprunt, qui est coté aux environs de 60 pour un capital nominal de 100, a plus de risques de hausse quand l'Etat redevient riche et prospère, qu'un emprunt voisin du pair.

Pourtant, à certains moments, sans doute, le marché était bloqué en partie et l'agent de change auquel le détenteur de titres s'adressait pour l'opération de vente était dans l'impossibilité d'exécuter l'ordre, faute de contrepartie, mais le marché

du 3 % perpétuel n'a jamais ressemblé à celui des emprunts de guerre et le « blocage » ne fut pas aussi important sur le 3 % que pour ces emprunts (1).

En décembre 1915 et en octobre 1916 les deux premiers emprunts de guerre ont été émis. L'Etat devait défendre, avec un soin jaloux le cours de ces emprunts, ne voulant pas qu'ils soient cotés à un cours trop bas, ce qui aurait porté atteinte à son crédit. Si un emprunt est émis à 88 et si, le marché restant absolument libre, le cours descend au-dessous de 88 dans la période qui suit l'émission, cela montre que beaucoup de capitalistes n'ont souscrit, pour ainsi dire, que provisoirement, se dépêchant de vendre les titres qu'ils avaient acquis ; le crédit de l'Etat serait fortement atteint par ces ventes précipitées.

Le crédit de l'Etat est d'ailleurs atteint lorsque les cours fléchissent à n'importe quel moment, si naturellement le fléchissement des cours ne résulte pas d'une mise à la parité d'un

(1) Voici quelques cours au comptant pour le 3 0/0 perpétuel, le 3 1/2 amortissable, le 3 0/0 amortissable, pendant la guerre ;

3 0/0 perpétuel :

27 janvier 1915 : 75.30 ;
15 avril 1915 : 72.10 ;
30 juin 1915 : 73.80 ;
6 janvier 1916 : 63.75 ;
30 mars 1916 : 63.25 ;
19 juillet 1916 : 64.60
16 novembre 1916 : 61.10 ;
22 février 1917 : 61.85 ;
5 avril 1917 : 61.50 ;
20 mars 1918 : 56.75 ;
6 janvier 1922 : 54.05.

3 1/2 amortissable :

27 janvier 1915 : 88 ;
6 janvier 1916 : 90.25 ;
30 mars 1916 : 91.

3 0/0 amortiss. (87 fin juin) :

27 janvier 1915 : 78 ;
6 janvier 1916 : 71.10 ;
30 mars 1916 : 70.

ancien emprunt, par rapport à un emprunt plus avantageux. C'est pour éviter ces inconvénients que les cours des emprunts de guerre ont été des cours fictifs, ne résultant pas de la loi de l'offre et la demande. Il est à craindre que, si ce moyen n'avait pas été employé, beaucoup de personnes, impressionnées par le niveau peu élevé des cours, auraient vendu et auraient accentué la descente des cours. Au contraire, elles ne cherchaient pas à vendre parce qu'elles lisaient sur la cote un cours voisin du prix d'émission ; s'il s'agissait de personnes étrangères au monde des affaires, cette lecture suffisait pour les déterminer à garder leurs titres ; s'il s'agissait de personnes plus compétentes, elles pensaient que, sans doute, le cours n'était que fictif mais que la différence entre ce cours fictif et le cours exact était moins importante qu'elle ne l'était en réalité.

Sans doute, on peut invoquer contre ces arguments le fait suivant : au début d'avril 1922, la liberté est rendu au marché des rentes 5 % 1915 et 1916 (1) et un peu plus tard au marché des rentes 4 et 6 % ; en ce qui concerne le 5 % avant la restitution de la liberté de son marché, il était coté à 78.95 ; le premier jour du marché libre, il est coté à 76.25 au début de la séance et 76.65 à la fin ; autrement dit, le passage d'un régime à l'autre se traduit par une baisse peu importante. Pourquoi, dans ces conditions la liberté n'a-t-elle pas été rendue plus tôt, pourquoi, même, avait-elle été suspendue ? On peut répondre à cet argument en faisant remarquer que la restitution de la liberté en avril 1922 a eu lieu à un moment où les rentes étaient assez fortement demandées, en raison de l'abaissement du taux des bons de la Défense Nationale (opération qui rendait, par com-

(1) Consulter le numéro du 10 avril 1922 du *Journal des Débats*.

paraison, les rentes plus attrayantes); d'autre part, les épargnants, à l'annonce de la mise en vigueur du régime de liberté complète, escomptant que ce changement aurait pour conséquence une baisse des cours, ont donné à leur agent de change des ordres d'achat à réaliser le premier jour du fonctionnement du marché libre ; au contraire, les ordres de vente pour ce jour-là étaient en petit nombre, les épargnants ayant préféré réaliser sous le régime de non liberté. Il ne faut donc peut-être pas tirer argument de cette expérience de 1922 et en déduire des raisons générales contre la suspension de la liberté du marché. Répétons que, si le marché des rentes de guerre avait été libre, beaucoup plus d'épargnants auraient cherché à vendre, le crédit de l'Etat eût considérablement souffert, crédit que l'on devait tout faire pour sauvegarder, puisque l'Etat avait sans cesse besoin de capitaux nouveaux.

Avec le régime de la liberté, c'était, dans la période d'annonce d'un nouvel emprunt, la descente des cours des anciens; en effet, le nombre de possesseurs de titres anciens auraient cherché par la vente à se procurer les fonds nécessaires pour souscrire ultérieurement au nouvel emprunt ; en raison de cette baisse, l'intérêt réel des anciens emprunts aurait augmenté et l'emprunt nouveau aurait dû être émis plus bas que l'on ne voulait le faire.

Mais, en temps de paix, semblable opération de vente pour ainsi dire anticipée de titres anciens n'était-elle donc pas à craindre ? Non, parce que, avant la guerre, les emprunts étaient à montant limité; à cause de la réduction possible, dans le cas, presque général, où le montant était dépassé, les souscripteurs ne savaient pas quelle quantité d'emprunt nouveau ils pourraient obtenir.

Ainsi les cours cotés pendant la guerre pour les emprunts de guerre ne résultaient pas directement de la loi de l'offre et de la demande et étaient supérieurs aux cours qui auraient été la conséquence de la libre application de cette loi.

Cependant, la loi de l'offre et de la demande agissait indirectement de la façon suivante : comme on ne pouvait pas laisser un écart trop important entre le cours fictif que l'on cotait et le cours régulier qui serait résulté de l'application des règles ordinaires, il fallait que ce cours fictif variât parallèlement à ce dernier et qu'il suivît le mouvement de baisse du cours régulier. Ce que l'on faisait en somme, c'était de coter les titres quelques points au-dessus de leur valeur véritable, et non de les coter d'une façon immuable.

Voici d'ailleurs l'indication, pendant les années 1916, 1917, 1918, 1921 des cours les plus bas et les plus hauts de l'année pour les emprunts 5 % 1915 et 5 % 1916 qui avaient été, au point de vue de la cote, confondus en un seul :

Plus hauts cours :	Plus bas cours :
28 juillet 1916 : 90.90 ;	1 ^{er} février 1916 : 87.25 ;
30 avril 1917 : 88.75 ;	1 ^{er} février 1917 : 87.50 ;
31 juillet 1918 : 88.75 ;	1 ^{er} février 1918 : 87.50 ;
3 janvier 1921 : 85.20.	2 novembre 1921 : 80.20.

Cependant, on remarque que durant les années 1917 et 1918 le cours resta le même, les écarts de 1 fr. 25 que nous pouvons observer n'étant dus qu'au détachement du coupon. Par la suite, au contraire, le cours diminuait. En 1921, par exemple, il diminuait en une année de l'intérêt d'un capital de 100 francs parce que, à chaque détachement de coupons le cours est

diminué de 1 fr. 25 et qu'il n'est pas, en revanche, augmenté chaque jour d'une portion d'intérêt. Cette dernière omission n'était pas le fait d'une négligence, elle était voulue parce que l'on estimait que, de cette façon, on faisait subir au cours une diminution en parallélisme avec la diminution de valeur du titre.

Mais une question se pose : Comment, étant donné la façon dont les cours étaient cotés, les vendeurs de titres de rente pouvaient-ils trouver une contrepartie d'autant plus que, en raison de la méfiance de certains porteurs du grand nombre des émissions, les vendeurs étaient considérablement plus nombreux que les acheteurs. Des sanctions étaient édictées contre ceux qui négociaient à un prix autre que celui de la cote et empêchaient en principe les opérations faites à un cours inférieur, mais cependant, il y avait beaucoup de contrevenants. Sans doute les opérations de ceux-ci, en apparence, étaient légales, parce que effectuées au prix stipulé sur la cote, mais, en secret, le vendeur, ou bien subissait une retenue au titre de commission, ou bien restituait à l'acheteur une portion de la somme qui lui avait été remise de façon à ramener le prix au montant fixé secrètement par eux. D'autre part, les vendeurs avaient devant eux certains acheteurs en quelque sorte obligatoires; par exemple, les Caisses d'Epargne, par l'intermédiaire de la Caisse des Dépôts, leur véritable banquier, devaient placer leurs disponibilités en titres de rente ; la loi du 16 septembre 1871 ayant assimilé les rentes sur l'Etat aux immeubles en ce qui concerne les emplois ou remplois (par exemple pour les mineurs, interdits....) une clientèle importante de rente était ainsi créée; on peut aussi citer comme acheteur le fonds d'amortissement créé par l'article 5 de la loi du 26 octobre 1917, lors

de l'émission de l'emprunt 4% 1917 (1) mais la différence entre le fonds d'amortissement et les clients obligatoires que nous avons déjà indiqués, c'est que le fonds d'amortissement ne pouvait être qu'acheteur de rente ; enfin, bien plus tard, en 1920, à propos de l'émission d'un emprunt 6 %, beaucoup de personnes demandèrent sur le marché des rentes de guerre (2).

Mais malgré ces contreparties, qui en réalité étaient bien infimes en comparaison du nombre de vendeurs, la plupart du temps les agents de change, chargés d'un ordre de vente, ne trouvaient pas à le réaliser. Ils ne réussissaient à vendre qu'une petite part au prix coté s'il s'agissait de ce que nous pouvons appeler une contrepartie administrative (Caisse des dépôts, fonds de soutien) mais à un prix plus faible s'ils se trouvaient en présence de tout autre acheteur. Les ordres d'achat des contre-parties administratives qui étaient les plus importantes, étaient répartis par la Chambre syndicale des agents de change entre les divers agents.

(1) Le fonds d'amortissement était constitué grâce à des versements mensuels de 60 millions et portés à 120 millions depuis 1918. Le fonds était maintenu à un niveau de 360 millions, les versements cessant quand il dépassait ce chiffre et reprenant quand il tombait au-dessous. La gestion de ce fonds était confiée à la Caisse d'amortissement qui l'employait à acheter, non seulement des nouveaux titres 4 0/0, mais encore des titres 5 0/0 des emprunts 1915 et 1916. Ces achats, qui ne pouvaient être effectués que si le cours était inférieur au prix d'émission, étaient destinés sans doute à amortir la dette de l'Etat, d'autant plus que les titres achetés étaient annulés, mais surtout à donner une contre-partie aux vendeurs de rente et à soutenir par suite les rentes. On évalue à 2 milliards 325 millions les achats faits par la Caisse d'amortissement du 26 novembre 1917 au 31 mars 1920.

Remarquons que l'institution du fonds de soutien n'est pas due à l'initiative française. En effet, au moment de l'émission du troisième emprunt de guerre anglais, au début de l'année 1917, M. Bonar Law avait affecté annuellement une somme de l. t. 10 millions au rachat éventuel des titres de ce nouvel emprunt.

(2) Aux termes d'un arrêté ministériel du 23 août 1920, les versements pouvaient être effectués aux caisses du Trésor avant l'ouverture de la souscription au nouvel emprunt 5 0/0, à des dates différentes suivant que les souscriptions étaient faites en numéraire, en bons ou obligations de la Défense Nationale. Les versements ainsi faits et les intérêts qui y étaient ajoutés étaient obligatoirement affectés à la souscription, mais cette affectation pouvait s'opérer sous deux formes : soit par voie de souscription directe, soit par voie d'achat sur le marché de rentes 5 0/0 et 4 0/0 perpétuelles, 5 0/0 amortissable, lesdites rentes pouvant être ensuite présentées à la souscription pour la moitié du versement total.

Tel fut le caractère général du marché des rentes pendant la guerre. En définitive, l'on peut dire que les transactions de rente, en raison du déséquilibre, étaient devenues extrêmement difficiles, sinon impossibles.

En Allemagne, comme le déclarait M. Ribot, le marché fut fermé pendant longtemps, avec interdiction de publier, sous menace de prison, les cotations secrètes Mais cependant l'Etat avait garanti aux souscripteurs d'origine aux emprunts qu'ils pourraient toujours trouver preneur de leurs titres de rentes à la Reichsbank jusqu'à concurrence de Mk. 2.000 (1).

(1) Renseignements empruntés au livre de M. A. Raffalovich : *Le Marché Financier, les dettes publiques et l'inflation pendant la guerre.*

CONCLUSION

IMPORTANCE DE L'ENTRÉE EN GUERRE DES AMÉRICAINS

La France, depuis la déclaration de guerre, jusqu'au début d'avril 1917, s'était procuré à l'intérieur et à l'extérieur les nombreuses ressources qui lui étaient indispensables. Sans doute, à l'intérieur, de nouvelles disponibilités pouvaient être acquises puisque, dans le courant de 1917, un nouveau grand emprunt devait être émis et donner de bons résultats, puisque en 1918 un nouvel appel à l'épargne devait remporter un succès, de beaucoup supérieur à tous ceux qui avaient été obtenus jusque là, puisque quotidiennement de nouveaux bons, de nouvelles obligations étaient souscrites par les Français ; mais nous avons déjà déclaré que si l'effort financier des particuliers français était utile, il n'était pas suffisant. D'abord parce que les fonds que l'on pouvait obtenir à l'intérieur par n'importe quels moyens, quelque importants qu'ils fussent, ne pouvaient atteindre le chiffre des dépenses effectuées par le Trésor français ; ensuite, parce qu'il était nécessaire au Gouvernement de se procurer des ressources à l'extérieur pour payer les achats considérables qu'il faisait à l'étranger. Nous avons vu, dans la deuxième partie de notre étude, que des crédits nombreux avaient été accordés par beaucoup de pays à la France, mais que

les crédits les plus importants, ceux qui constituaient la base de nos opérations à l'extérieur, provenaient de l'Angleterre et des Etats-Unis.

Nous savons quels liens de solidarité unissaient dans la guerre, et particulièrement au point de vue financier, l'Angleterre et la France, luttant pour une cause commune. L'Angleterre nous avait fourni une aide précieuse, non seulement en nous ouvrant les crédits nécessaires aux règlements à faire chez elle, mais encore en se chargeant d'effectuer les paiements d'une partie de nos achats aux Etats-Unis. Mais il ne faut pas oublier que l'Angleterre avait grand besoin de l'aide étrangère pour elle-même, principalement de l'aide américaine. Il lui fallait, évidemment, dans l'état de dépendance où elle se trouvait pour cette raison, mesurer l'aide qu'elle pouvait accorder à son alliée. C'est ainsi qu'elle subordonnait les ouvertures de crédit au bénéfice de la France, à la livraison d'or ; ces envois d'or diminuaient d'autant l'encaisse de la Banque de France. Par exemple, l'encaisse-or de notre institut d'émission, qui était au 31 juillet 1914 de 4.141 millions n'était plus le 31 mars 1917 que de 3.252 millions, malgré la quantité d'or que l'on peut évaluer au 31 décembre 1916 à 1942 millions de francs, apportée par le public français à la Banque (1). La France ne pouvait continuer dans cette voie dangereuse, à un moment où la circulation des billets de banque s'accroissait d'une façon inquiétante, atteignant 18 milliards $\frac{1}{2}$ fin mars 1917 ; comme d'autre part l'Angleterre ne pouvait pas nous ouvrir de crédits sans condition, dans la crainte d'avilir son change, l'aide de notre

(1) Sans doute la Banque de France fait figurer dans son bilan, sous la rubrique « or à l'Etranger », le montant d'or qui n'a été que prêté, mais cet or est indisponible jusqu'au remboursement des prêts auxquels il a servi de garantie et il est difficile de le considérer comme parti de l'encaisse véritable.

alliée nous apparaissait pour l'avenir comme étant devenue très difficile.

Notre deuxième point d'appui financier avait été les Etats-Unis, mais nous avons vu, que, si le concours de l'Amérique avait été depuis 1914 jusqu'au 2 avril 1917 très important, il s'était agi cependant d'un appui limité parce que les Etats-Unis n'étaient pas encore un allié mais un neutre ; c'est ainsi, que l'aide de Trésor à Trésor ne nous avait jamais été donnée et que le seul appui du gouvernement américain consistait dans sa façon de nous laisser conclure certaines opérations, soit sur le marché, soit avec les banques. Il déclarait en quelque sorte : « Je ne puis vous accorder une aide directe, mais débrouillez-vous ; arrangez-vous avec certaines banques de mon pays, émettez même des valeurs sur mon marché. Tout ce que je puis faire pour vous, dans ma situation de neutre, c'est de vous laisser agir sans vous inquiéter. Mon aide ne peut consister qu'en une attitude passive de ma part ».

Sans doute, nous avons profité de cette liberté, mais forcément, les opérations, qui n'étaient conclues qu'avec des établissements d'affaires, revêtaient-elles le caractère d'opérations d'affaires. Il fallait que l'intérêt des prêteurs soit de nous prêter ; ils devaient être plus ou moins influencés par la confiance qu'ils avaient en la victoire des alliés ; ils auraient été, par exemple, très ébranlés par le retrait des Russes de la lutte, si cet événement n'avait pas été compensé par l'entrée en guerre de leur pays ; d'autre part, les prêteurs particuliers s'étaient trouvés, au fur et à mesure, impressionnés par l'augmentation croissante de la dette extérieure de la France, augmentation qui rendait problématique le remboursement des sommes empruntées par ce pays.

Pour contrebalancer ces impressions, il fallait que la France donnât à ces prêteurs un intérêt à taux de plus en plus élevé, ce qui devenait très onéreux pour elle. Nous pouvons, par exemple, constater cet espèce d'éloignement des prêteurs américains par les deux faits suivants : Tout d'abord les emprunts des villes de Lyon, Marseille, Bordeaux, autorisés par trois décrets du 2 décembre 1916 pour un montant de \$ 20 millions chacun ne furent réalisés qu'à concurrence de \$ 12 millions pour chaque ville ; d'autre part, l'émission de \$ 100 millions de bons à deux ans, effectuée le 19 mars 1917 était faite à un taux nominal de 5 1/2 0/0 et un taux réel de 5 3/4 environ, alors que le taux nominal de l'emprunt anglo-français en octobre 1915 n'était que de 5 0/0. D'autre part, l'ouverture de ce crédit de \$ 100 millions était subordonnée au nantissement de valeurs pour un montant de \$ 120 millions, valeurs neutres pour la plus grande partie. Remarquons que ce n'était pas la première fois qu'un collatéral était exigé, puisque l'opération d'août 1916 de l'« American Foreign Securities » comportait aussi la remise de valeurs neutres ou alliées pour une valeur de \$ 120 millions. Il est juste de penser que, si les Etats-Unis n'étaient pas entrés en lutte, les opérations d'ouverture de crédits auraient toutes exigé le nantissement de telles valeurs, car aucun prêteur n'aurait voulu être désavantagé par rapport aux autres, en consentant à prêter sans garantie. Jamais les titres loués par l'Etat n'auraient suffi car la quantité des valeurs neutres et alliées détenues en France n'aurait même pas été suffisante. Ainsi, en mars 1917, la situation paraissait très inquiétante en ce qui concernait l'obtention de nouveaux crédits des Etats-Unis, et aussi la prorogation des crédits qui arrivaient à expiration.

A cause de toutes ces difficultés, la question se posait angoissante de savoir comment la France pourrait tenir financièrement. Faudrait-il donc, faute de crédits suffisants, qu'elle restreignit ses achats à l'extérieur au détriment de sa défense nationale ?

Reprenons ici une déclaration que fit M. Ribot au Sénat, dans son dernier discours le 21 décembre 1922 et que nous avons déjà signalée dans notre introduction. Parlant de la personne de M. Bonar Law il déclarait : « Il dit sa pensée loyalement. Je l'ai vu, j'ai été témoin pendant la guerre, aux heures où nous calculions ensemble le nombre de semaines, presque le nombre de jours que nous pouvions tenir financièrement si les Etats-Unis n'étaient pas entrés dans la lutte ».

Mais, heureusement, les Etats-Unis se sont mis à nos côtés au début d'avril 1917, indignés par l'attitude de l'Allemagne à l'égard des neutres.

Le 31 janvier 1917, en effet, le Gouvernement allemand avait remis à tous les neutres une note proclamant le blocus des côtes françaises, britanniques et italiennes et dans laquelle il décidait de couler, sans avertissement ni distinction, tous les navires quels qu'ils soient, qui se trouveraient dans les eaux des pays bloqués. En réponse à cette note, le 4 février, le Président Wilson rappelait son ambassadeur de Berlin, remettait ses passeports à l'ambassadeur d'Allemagne, notifiant que les relations diplomatiques étaient rompues entre les Etats-Unis et l'Allemagne (1). Le 26 février 1917, le Président Wilson adressait un message aux Chambres dans lequel il affirmait sa détermination de conserver une neutralité, mais armée, déclarant que les navires américains circuleraient

(1) Voir l'article de M. Bourgard dans *l'Economiste Européen* du 9 février 1917.

désormais armés. Enfin le 2 avril 1917, devant les incessants torpillages allemands, il adressait un message dans lequel il déclarait que la neutralité armée était impossible. Le message était lu au Congrès le 2 avril 1917 au milieu d'un grand enthousiasme et le Président Wilson déclarait :

« Nous ne choisirons pas le sentier de la soumission ». On peut dire que c'est de cette mémorable journée que date l'entrée en guerre des Etats-Unis. Cependant, la déclaration de guerre, votée à une grande majorité, ne fut lancée en fait que le 6 avril 1917.

Quelles ont été les conséquences de cette intervention au point de vue financier ? Elles furent immenses, surtout que les Américains entraient en guerre à un moment où, comme nous l'avons dit, la situation était critique pour les Alliés. Les Etats-Unis pouvaient nous aider d'autant mieux qu'ils s'étaient beaucoup enrichis par leur situation de neutres fournisseurs principaux des belligérants, qu'ils avaient depuis le début de la guerre. Leur pays avait une faculté contributive considérable et pouvait répondre avec la plus grande facilité aux emprunts qui pourraient être émis. Leur situation financière était des plus saines, puisque leur dette publique ne s'élevait qu'à \$ 1.200 millions. D'autre part, le Gouvernement américain, dès la déclaration de guerre, décidait de poursuivre la lutte en faisant tous les sacrifices nécessaires. En particulier, il s'engageait à soutenir financièrement les alliés et, le 24 avril 1917, à prélever sur le produit des emprunts qu'il émettrait (1) chez lui des sommes au profit des trésoreries anglaise et fran-

(1) Dès leur entrée en guerre, les Etats-Unis décidaient d'affecter sur les produits des emprunts \$ 3 milliards aux prêts à faire aux alliés qui furent élevés à \$ 5 milliards, puis \$ 7 milliards.

çaise ; c'est ainsi que \$ 1.130 millions, \$ 893 millions, \$ 760 millions ont été prêtés par la trésorerie américaine à la trésorerie française respectivement dans les années 1917, 1918, 1919 ; de même l'Angleterre a bénéficié de semblables prêts. Ces prêts étaient faits contre remise d'obligations à 5 0/0 mais au sujet desquelles le Gouvernement américain ne réclama pas le paiement des intérêts. On évalue à 7 milliards de dollars les avances ainsi faites aux trésoreries française et anglaise en juin 1919 se répartissant ainsi :

à la Trésorerie anglaise \$ 4.197 (1) ;

à la Trésorerie française \$ 2.966.

En ce qui concerne la France, ces avances permettaient de faire face au paiement d'achats nouveaux et aussi de rembourser certaines avances qui avaient été faites par des établissements privés, soit au Trésor français, soit à des banques ou entreprises industrielles françaises.

L'Angleterre continuait de s'occuper d'une partie de nos versements aux Etats-Unis, mais à la condition que nous rembourserions en dollars, avec les disponibilités de change que nous avions acquises à New-York, ces règlements effectués pour notre compte. Donc plus de diminution de l'encaisse de la Banque de France, puisque des prêts d'or ne formaient plus la contre-partie de ces opérations. Naturellement le Trésor anglais, puissamment aidé lui-même par le secours qu'il recevait des Etats-Unis, pouvait facilement consentir à la Trésorerie française des avances pour les règlements des achats que le Trésor français effectuait en Angleterre.

(1) Mais des avances étaient faites aussi à l'Italie pour un montant de 1310 millions ; à la Russie \$ 325 millions, à la Belgique \$ 253 millions, ce qui porte les avances totales faites pendant la guerre par les Etats-Unis à ses alliés à un chiffre voisin de \$ 10 milliards.

L'entrée en guerre des Américains avait des conséquences indirectes heureuses pour les Alliés. Les habitants des Etats-Unis, les Neutres, entrevoyaient la victoire presque certaine des Alliés, par conséquent ils consentaient plus facilement à leur faire des avances puisque les prêts avaient les plus grandes chances d'être remboursés par des nations victorieuses.

En raison de toutes ces considérations qui facilitèrent à la France l'obtention des ouvertures de crédit, le franc, en raison aussi de la confiance qu'il inspirait aux spéculateurs, remonta dès l'entrée des Américains dans la lutte. On peut se rendre compte de cette amélioration en jetant les yeux sur le tableau des changes suivant :

Changes à Paris

	28 mars 1917	4 avril 1917	11 avril 1917	18 avril 1917	25 avril 1917
Londres	27.79	27.595	27.20	27.17	27.155
New-York	583.50	579.50	570.50	570.50	570
Pesetas	126.10	126.40	124.80	122.80	124.20
Florin hollandais.	236.50	236.50	233.50	235.50	234
Franc suisse.....	116	114.50	112	111.50	110.50

Ainsi l'on peut dire qu'au point de vue financier les Alliés ont été réellement sauvés par l'intervention si large des Etats-Unis.

Nos nouveaux Alliés firent un effort colossal au point de vue armée, au point de vue aide apportée aux Alliés, ne mesurant pas leurs sacrifices ni en hommes ni en dollars. Les dépenses qu'ils ont faites du 6 avril 1917 au 31 octobre 1919, c'est-à-dire pendant la période où les Etats-Unis ont été bel-

ligérants et l'année qui a suivi l'armistice (qui a supporté de lourdes dépenses engagées antérieurement au titre de la guerre) se sont élevées à plus de \$ 35 milliards (1), chiffre comprenant les avances aux Alliés dont nous avons déjà parlé. Pour permettre de mesurer l'importance de ce chiffre, il faut noter que les dépenses des Etats-Unis pour l'année financière 1913-1914 n'atteignaient que \$ 700 millions (2). Les impôts ont permis de couvrir les dépenses de guerre dans la proportion de 30 0/0 et les emprunts, dans celle de 70 0/0 (3). Les Etats-Unis qui, avant leur entrée en guerre avaient une dette publique totale très petite, la voyaient grossir pendant leur participation à la lutte et atteindre à la fin de la guerre de plus de \$ 24 milliards. Cette dette était, pour la totalité, une dette intérieure, les Etats-Unis n'ayant pas recouru à l'appel de fonds étrangers pour couvrir leurs dépenses de guerre.

On peut se rendre compte par ces données de l'importance de l'effort américain. L'aide militaire des Etats-Unis a été appréciée par tous comme elle devait l'être. Elle commença à produire tout son effet, matériel et moral aux heures les plus tragiques du printemps de 1918, lorsque les Allemands firent leur suprême effort pour défoncer le front français et parurent un moment y avoir réussi. Personne n'a oublié Saint-Mihiel ni la série des succès que remportèrent nos Alliés dans la

(1) Ce qui correspond, au pair, à un chiffre supérieur à 180 milliards de francs.

(2) Comme terme de comparaison, indiquons également que pendant la période qui s'écoule entre le 2 août 1914 et le 2 avril 1917, l'Angleterre avait eu à faire face à l. st. 4 milliards de dépenses (soit, au pair environ 100 milliards de francs), ce chiffre comprenant les avances aux Alliés et aux Colonies. Pendant le même temps les crédits ouverts en France s'élevaient à 72 milliards de francs. Indiquons enfin que les dépenses totales de guerre de l'Angleterre et de la France se sont élevées respectivement à 165 milliards de francs et à 250 milliards de francs.

(3) Renseignements empruntés au numéro de l'*Economiste Français* du 3 mars 1923, p. 259.

marche victorieuse commencée au 15 juillet 1918 et se terminant à l'armistice.

Quant à l'aide financière, elle nous était, non pas nécessaire mais indispensable et c'était une question de vie ou de mort pour nous de la conserver en 1917 lors de la défection des Russes qui était de nature à faire douter tous les neutres de l'issue favorable pour nous de la guerre mondiale et à nous faire partout refuser de l'argent et du crédit.

Il faut ajouter que l'entrée en guerre des Etat-Unis c'était désormais l'assurance d'avoir des ressources illimitées pour aller jusqu'à la victoire, si longue que fut la marche pour y arriver.

Les hommes d'affaires allemands ne s'y trompèrent pas : ce fut l'élément qui démoralisa définitivement l'adversaire et qui lui coupa tout crédit chez les neutres. Cette intervention donnait à ceux des Français qui pouvaient douter de la victoire, à cause de la stabilisation du front et de la longueur de la lutte, une confiance inébranlable.

C'est pourquoi l'on peut dire que la plus lourde faute que les Allemands aient commise dans la guerre, ce n'est peut-être pas l'attentat contre la Belgique, mais c'est leur politique de guerre navale qui, énervant peu à peu l'opinion publique des Etats-Unis, a amené ceux-ci à prendre les armes.

Vu :

Le Doyen,

BERTHÉLÉMY.

Vu :

Le Président,

GERMAIN-MARTIN.

Vu et permis d'imprimer :

*Le Recteur
de l'Académie de Paris,*

Paul APPELL.

TABLE DES MATIERES

	Pages
Plan de l'ouvrage	1
INTRODUCTION. — Le Rôle du Trésor en temps de paix et en temps de guerre	5
Le Rôle du Trésor en temps de paix	6
Le Rôle du Trésor en temps de guerre	9
 PREMIERE PARTIE. — DES PRINCIPALES OPÉRATIONS DU TRÉ- SOR A L'INTÉRIEUR	 13
CHAPITRE I. — <i>Difficultés financières à la veille de la guerre</i> ..	15
Section I. — Situation financière de l'Etat français et de sa trésorerie à la veille de la guerre	15
Section II. — Le milieu financier à la veille de la guerre	21
Section III. — Y a-t-il eu en France préparation financière à la guerre	23
 CHAPITRE II. — <i>Augmentation des dépenses pendant la guerre</i>	
Causes de l'augmentation des dépenses de guerre	35
Importance de l'augmentation des dépenses	42
 CHAPITRE III. — <i>L'immobilisation des Capitaux au début de la guerre de 1914</i>	 50
Section I. — La question de l'ajournement de la liquidation à la Bourse	51
Section II. — Le moratorium concernant les valeurs négo- ciables. Quelques autres moratoires	58
Section III. — Le remboursement des dépôts espèces et soldes créditeurs des comptes courants dans les Banques et Eta- blissements de crédit	65
Section IV. — L'aide apportée au crédit par la Banque de France	71

	Pages
CHAPITRE IV. — <i>Les premières ressources de l'Etat français pendant la guerre</i>	81
1° Comment financer la guerre	82
2° Les recettes fiscales françaises pendant la guerre de 1914 jusqu'au 1 ^{er} Avril 1917	87
3° Les avances de la Banque de France à l'Etat et leurs conséquences dans la même période	100
4° L'émission des Bons de la Défense Nationale	126
5° L'émission des obligations de la Défense Nationale	137
CHAPITRE V. — <i>L'influence des événements de guerre sur la conduite financière</i>	145
Indications que donnent les événements de guerre quant à la durée de la lutte	146
Influence des événements de guerre sur la facilité pour l'Etat de se procurer des ressources	147
CHAPITRE VI. — <i>Le Trésor et les relations avec la Place de Paris (difficultés concernant le 3 1/2 % amortissable)</i>	153
DEUXIEME PARTIE. — DES PRINCIPALES OPÉRATIONS DU TRÉSOR A L'EXTÉRIEUR	161
CHAPITRE I. — <i>Importance des achats à l'Etranger et diminution des exportations. — Conséquences sur les changes</i>	163
Section I. — Causes générales de l'augmentation des importations et de la diminution des exportations	163
Section II. — L'importance du mouvement. — Comparaison avec l'Angleterre	168
Section III. — Conséquences sur les changes de l'importance des achats à l'étranger et de la diminution des exportations	179
CHAPITRE II. — <i>Les Règlements du Trésor Français en Angleterre</i>	191
CHAPITRE III. — <i>Les règlements du Trésor Français aux Etats-Unis</i>	208
Section I. — Règlements directs du Trésor Français aux Etats-Unis	209
Section II. — Règlements du Trésor Français aux Etats-Unis par l'entremise de Londres	231

	Pages
CHAPITRE IV. — <i>Moyens de règlement dans les autres pays que l'Angleterre et les Etats-Unis</i>	236
CHAPITRE V. — <i>Les prêts ou ventes de valeurs neutres ou alliées à l'Etat Français</i>	244
Section I. — <i>Les achats de valeurs neutres ou alliées par le Trésor Français</i>	245
Section II. — <i>Les emprunts de valeurs neutres ou alliées par le Trésor Français</i>	252
 TROISIEME PARTIE. — LES EMPRUNTS DE GUERRE DE LA FRANCE (DEPUIS LE 1 ^{er} AOÛT 1914 JUSQU'AU 2 AVRIL 1917)	 263
CHAPITRE I. — <i>Généralités sur les emprunts de guerre français. — Comparaison avec l'Allemagne</i>	265
CHAPITRE II. — <i>L'Emprunt français de 1915</i>	286
CHAPITRE III. — <i>L'Emprunt français de 1916</i>	303
CHAPITRE IV. — <i>Le Marché des Rentes</i>	314
CONCLUSION. — <i>Importance de l'Entrée en guerre des Américains</i>	325

BIBLIOGRAPHIE

- Edgard ALLIX. — *Traité Élémentaire de Science des Finances et de Législation financière française*, 1921.
- BANQUE DE FRANCE. — *Compte rendu à l'Assemblée des Actionnaires. Exercices 1914, 1915, 1916, 1917, 1918.*
- G. BREGAND. — *La Bourse et la Guerre* (Histoire Chronologique des années 1914 à 1919), 1919.
- COLSON. — *Cours d'Economie Politique.*
- DALLOZ. — (Publications) *Guerre de 1914. — Documents Officiels. — Textes législatifs et réglementations.* — Tomes 1 à 24.
- DECAMPS, Jules. — *Les changes étrangers* — en particulier la partie n° 4 de cet ouvrage consacrée à la « crise des changes » pendant et après la guerre européenne 1914, 1921.
- GERMAIN MARTIN. — *Le problème du Crédit en France* (particulièrement chapitre III).
- Paul LEROY BEAULIEU. — *Traité de Finances.*
- Jean RADOUANT. — *Les Rapports de la Banque de France et de l'Etat*, particulièrement pendant la guerre de 1914, 1921.
- Arthur RAFFALOVICH. — *Le Marché financier, les dettes publiques et l'inflation pendant la guerre.*
- Charles RIST. — *Les Finances de guerre de l'Allemagne*, 1921.
- André THERY. — *Les Grands Etablissements de crédit français, avant, pendant et après la guerre*, 1921.
- A. VIALATE et M. CAUDEL. — *La Vie politique dans les deux Mondes.* — Tome IX : La Grande Guerre.
- E. VIDAL. — *Les jours noirs à la Bourse de Paris* (du 24 Juillet au 7 décembre 1914), 1919.
- Bulletin de Statistique et de législation comparée du Ministère des Finances.*
- L'Economiste Français.*
- L'Economiste Européen.*
- Le Journal des Economistes.*
- La Revue Politique et Parlementaire.*
- Projets de budgets.*
- Documents officiels et parlementaires.*
-

